UNIVERSITÉ DE LORRAINE

AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur. Ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite encourt une poursuite pénale.

Contact : ddoc-theses-contact@univ-lorraine.fr

LIENS

Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 122. 4
Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 335.2- L 335.10
http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg_droi.php
http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm

Ecole Doctorale Sciences Juridiques,
Politiques, Economiques et de Gestion

# UNE ANALYSE SOCIO-COGNITIVE DE L'IMPACT DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES

## TOME 1

Thèse en vue de l'obtention du

Doctorat en Sciences de Gestion

soutenue publiquement le 12 décembre 2012 par

**Violeta MOSKALU**

**Jury de thèse :**

| | |
|---|---|
| Directeur de recherche : | Mireille JAEGER, Professeur des Universités, Université de Lorraine, ISAM-IAE |
| Rapporteurs : | Hélène RAINELLI-WEISS, Professeur des Universités, Université Paris1, Panthéon Sorbonne, IAE |
| | Pierre-Yves GOMEZ, Professeur à l'École de Management de Lyon (HDR), Directeur de l'Institut Français de Gouvernement des Entreprises |
| Suffragants : | Sébastien LIARTE, Professeur des Universités, Université de Lorraine, ISAM-IAE |
| | Marc MATHIEU, Secrétaire Général, Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié, Bruxelles |

*« L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur».*

# SOMMAIRE

***SOMMAIRE*** _____ ***3***

***REMERCIEMENTS*** _____ ***7***

***INTRODUCTION GENERALE*** _____ ***9***

**Le cadre théorique de la recherche** _____ **13**

**Objet et problématique de la recherche** _____ **16**

***PREMIERE PARTIE*** _____ ***23***

***ANALYSE THEORIQUE DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR*** _____ ***23***

**CHAPITRE 1. UNE ANALYSE JURIDICO-FINANCIERE NEO-CLASSIQUE DU MÉCANISME DE L'ACTIONNARIAT SALARIE** _____ **27**

Les fondements juridiques et économiques de l'actionnariat salarié _____ 28

Analyse des arguments issus de la théorie financière de la firme concernant l'efficacité de l'actionnariat salarié _____ 71

Les limites de la vision contractualiste de la firme pour l'analyse de l'actionnariat salarié __ 112

Synthèse 1 _____ 129

**CHAPITRE 2. VERS UNE ANALYSE SOCIO-COGNITIVE DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR** _____ **132**

L'actionnariat salarié, une institution encastrée socialement _____ 135

L'actionnariat salarié et la gestion du capital intellectuel de la firme _____ 144

L'actionnariat salarié, un facteur déterminant du capital humain et du capital social de l'entreprise ? _____ 165

Le rôle de l'actionnariat salarié dans la vision cognitive de la gouvernance d'entreprise __ 195

Synthèse 2 _____ 209

**CHAPITRE 3. REVUE DE LA LITTERATURE EMPIRIQUE SUR LE LIEN ACTIONNARIAT SALARIE - PERFORMANCE** _____ **213**

Etudes empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur la performance financière de l'entreprise _____ 215

Etudes empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle _____ 234

Synthèse 3 _____ 246

***DEUXIEME PARTIE _____ 248***

***TROIS ETUDES EMPIRIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES _____ 248***

**CHAPITRE 4. VERS UNE INTERPRETATION INTEGREE ET DYNAMIQUE : LE PROJET DE LA RECHERCHE_____ 252**

La problématique de la recherche _____ 254

Le design de la recherche _____ 264

Synthèse 4 _____ 273

**CHAPITRE 5. ANALYSES STATISTIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTÉES (2005-2008) 274**

Méthodologie et recueil des données _____ 274

Analyse des résultats _____ 282

Synthèse 5 _____ 319

**CHAPITRE 6. ANALYSES STATISTIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LE RISQUE FINANCIER ET SUR LE RENDEMENT BOURSIER DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTÉES (2005-2011) _____ 321**

Méthodologie et recueil des données _____ 321

Analyse des résultats _____ 324

Synthèse 6 _____ 337

**CHAPITRE 7. UNE APPROCHE SOCIO-COGNITIVE DU RÔLE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ : ANALYSE DU DISCOURS DES ACTEURS AU SEIN DES GRANDES ENTREPRISES FRANÇAISES _____ 339**

Méthodologie et recueil des données _____ 342

Analyse des résultats _____ 350

Synthèse 7 _____411

**CONCLUSION GENERALE _____ 412**

Les objectifs et les principaux choix théoriques et méthodologiques de la thèse_____ 412

Présentation des résultats et des conclusions des trois études empiriques _____417

Les contributions et les implications managériales de la thèse _____ 424

Les limites et les perspectives de recherches _____ 426

***TABLE DES ILLUSTRATIONS_____ 427***

***TABLE DES MATIERES _____ 433***

***BIBLIOGRAPHIE _____ 440***

*A mes parents, Lucie et Michel*

# REMERCIEMENTS

« Vis comme si tu devais mourir demain,
Apprends comme si tu devais vivre toujours ».
Mahatma Gandhi

Quand on s'engage dans le labyrinthe d'une thèse de doctorat, on réalise très rapidement que cette aventure extrêmement passionnante qu'est la thèse ne nous permettra pas de suivre à la lettre la première consigne de cette maxime, et ce pendant la très longue période où la thèse prend le dessus sur les autres domaines importants de la vie humaine... Mais la réalisation d'une thèse génère une multitude d'occasions pour apprendre et ce long processus de *création de valeur intellectuelle* s'avère être d'une richesse inestimable pour celui ou celle qui arrive à trouver la sortie de ce labyrinthe au bout de longues années de recherches acharnées... La détermination personnelle est un des facteurs-clés du succès bien évidemment... Mais bien souvent, c'est aussi grâce au soutien et aux encouragements de plusieurs personnes que l'on est enfin arrivé près de la sortie, qu'elles en soient toutes remerciées !

Effectivement, ce projet de recherche est le résultat de plusieurs années de travail et de multiples collaborations et partenariats sans lesquels cette thèse de doctorat n'aurait pas pu voir le jour dans sa forme actuelle.

Tout d'abord, je tiens à remercier très chaleureusement ma Directrice de thèse, Madame la Professeure Mireille Jaeger pour la confiance accordée, mais aussi pour sa disponibilité, son soutien, les sages et précieux conseils ainsi que pour tous ses encouragements dont j'ai bénéficié durant toute la durée de la thèse. J'adresse des remerciements tous particuliers également à tous les membres du jury de soutenance pour avoir accepté de lire et de critiquer ce travail de thèse, lui accordant ainsi le statut d'une œuvre scientifique.

J'exprime également tous mes remerciements aux professeurs Mme Hélène Rainelli-Weiss et Monsieur Pierre-Yves Gomez pour avoir bien voulu examiner ce travail et d'en être les rapporteurs.

Je tiens également à remercier Monsieur Sébastien Liarte pour avoir accepté de participer à ce jury en tant que membre suffragant.

Je souhaite aussi exprimer toute ma gratitude au Secrétaire Général de la *Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié*, Monsieur Marc Mathieu, car sans la base de données longitudinale de la FEAS, l'étude empirique quantitative des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur n'aurait pas pu être réalisée. Je me réjouis fortement de sa présence dans ce jury pour apporter un regard de professionnel extérieur et complémentaire au monde académique.

Ensuite, ma reconnaissance s'adresse aux membres de la *Fédération Française des Associations des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés* et à ses anciens Présidents, Madame Michèle Monavon et Monsieur Jean-Claude Mothié, pour leur soutien si précieux lors de la phase qualitative de l'étude empirique. Je remercie aussi tout particulièrement tous les professionnels (dont je ne peux pas citer le nom, par souci de confidentialité, puis la liste serait bien trop longue) ayant accepté de m'accorder un peu de leur temps pour partager leur expérience acquise lors de la mise en œuvre de l'actionnariat salarié au sein de leur entreprise ainsi que leur appréciation de son fonctionnement.

Je remercie également le CEREFIGE, l'Ecole Doctorale SJPEG, l'ISAM-IAE de Nancy, l'ESM-IAE de Metz et l'ICN Business School de Nancy – Metz et tout particulièrement son directeur, Monsieur Jérôme Caby, pour avoir contribué durant toute la durée de ce projet de recherche à son financement que ce soit pour les déplacements dans les colloques ou bien pour réaliser des interviews, les retranscriptions des entretiens, l'accès aux bases de données, l'organisation de journées d'études sur l'actionnariat salarié, etc. Merci aussi aux collègues du département *Statistique et Informatique Décisionnelle* de l'IUT de Metz, et notamment aux Messieurs Franck Gauzere, Daniel Vagost et Bile Tong, pour l'aide apportée lors de la complexe phase de traitement et d'analyse des données statistiques.

Je tiens de même à remercier profondément tous mes collègues et ami(e)s de l'ISAM-IAE de Nancy, ESM-IAE de Metz, ICN Business School de Nancy-Metz pour le soutien et le retour d'expériences dont j'ai eu la chance de pouvoir bénéficier tout au long de ma formation doctorale.

Merci à tou(te)s mes ami(e)s d'avoir été un soutien sans faille pour moi durant toutes ces années de recherches qui ont été rythmées de périodes de doutes profonds et de remises en question permanentes. Mes pensées vont tout droit à Raluca, Stéphane, Julien, Vincent, Eric, Mathieu, Alexandra, Agnès, Sondès, Olga qui ont su m'aider à retrouver la confiance et m'apporter du réconfort dans les moments particulièrement difficiles.

Puis, merci à Pascal d'avoir été, depuis notre rencontre, la source de mon inspiration et de ma passion pour la recherche en sciences humaines et sociales et en sciences de gestion...

# INTRODUCTION GENERALE

« Le travail est antérieur au capital et indépendant de celui-ci.
Le capital n'est que le fruit du travail et n'aurait jamais pu exister
si le travail n'avait pas existé avant lui. Le travail est supérieur au
capital et mérite de loin la plus grande considération ».
Abraham LINCOLN, Homme d'État américain (1809-1865)

L'actionnariat des salariés est un phénomène qui s'est fortement développé depuis une trentaine d'années dans la majeure partie des pays industrialisés et émergents et qui a suscité un intérêt considérable, tant dans le milieu académique que chez les politiques et praticiens. Les dispositifs d'actionnariat salarié et d'épargne salariale ont toujours été présents dans les débats publics, la crise financière ayant hissé ce sujet au cœur des préoccupations et réflexions macro-économiques et également micro-économiques. Actuellement, l'actionnariat salarié fait partie d'une longue discussion au sujet de la nature du capitalisme et de la manière dont le capitalisme distribue les gains économiques de la production (Aglietta et Rebérioux 2004).

Ce phénomène est aujourd'hui au cœur d'une vaste réflexion, impliquant tout à la fois les hommes politiques[1], les actionnaires et les dirigeants des entreprises, les organisations syndicales et patronales et, bien évidemment, les salariés qui en sont ou seront bénéficiaires. Les changements actuels liés aux révolutions technologiques, à la mondialisation, à la nouvelle division internationale du travail et à l'évolution du capitalisme financier amplifient l'importance du débat, la polémique étant d'autant plus forte que le dispositif de l'actionnariat salarié touche au problème du financement à terme du système de retraite par répartition. Par ailleurs, dans le contexte de transformation et fortes mutations que subit actuellement le système financier mondial, l'épargne des ménages (salariés y compris) devient plus importante (retraites par capitalisation, etc), il devient donc primordial pour les entreprises de la capter pour renforcer leur capital.

[1] Depuis le lancement de l'idée de la participation si chère à Charles De Gaule, le mécanisme de l'actionnariat salarié préoccupe toujours le législateur. Les différents rapports d'étude réalisés à la demande des pouvoirs publics (Balligand & De Foucauld, 2000; Chérioux, 1998-1999) et les différentes tentatives d'améliorer la législation sur le sujet témoigne du fort intérêt du législateur pour la participation des salariés en général et pour l'actionnariat salarié en particulier.

En effet, la démarche de l'actionnariat salarié traduit un autre regard sur le capitalisme, la volonté de créer une complémentarité entre l'économique et le social, l'émergence d'une communauté d'intérêts entre salariés et actionnaires. Dès lors, le mouvement de l'actionnariat salarié s'impose en débat de sociétés en ce qu'il touche à la retraite, aux fonctionnements des marchés financiers, à la mondialisation de l'économie, au gouvernement d'entreprise, à l'éthique des investissements (Aglietta & Rebérioux, 2004; Rebérioux, 2003).

Traversant l'histoire des entreprises et du travail sous l'angle du paternalisme[2], de la démocratie industrielle[3], de l'autogestion[4] ou encore de l'association capital-travail[5], cette thématique se renouvelle constamment, d'autant plus qu'elle couvre un large éventail de réalités, selon que l'on aborde la participation des salariés sous l'angle financier, « managérial » ou « négocié » (Conchon & Auberger, 2009, p.15; Rebérioux, 2002, 2003).

L'actionnariat salarié est un instrument de participation financière qui permet d'ouvrir le capital de l'entreprise aux salariés, sous une forme individuelle ou collective[6] (Dondi, 1992a), utilisée pour stimuler les efforts des salariés. Il permet aux salariés de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie. Les plans d'actionnariat salarié comprennent des réalités très distinctes tant dans leur forme que dans leur esprit.

Concernant la forme, on retrouve une grande diversité de plans selon l'ampleur des droits accordés aux actionnaires salariés en termes d'actions détenues, de valeur financière et de droits à l'information et à la prise de décision. De même, une distinction doit être faite selon que l'actionnariat concerne les dirigeants salariés ou les salariés non dirigeants.

Les raisons de leur mise en place vont des logiques purement financières et fiscales, jusqu'à des objectifs plus centrés sur les salariés comme, par exemple, la recherche d'effets positifs sur leurs attitudes (implication, satisfaction, etc.) et comportements (absentéisme, turnover, etc.) et donc indirectement sur la performance organisationnelle.

---

[2] Cf. certaines expériences célèbres considérées comme utopistes par leurs contemporains, comme par exemple le « familistère de Guise » imaginé par Jean-Baptiste André Godin (Lallement, 2009).

[3] Cf. Martin (1994), *Démocratie industrielle. La participation directe dans les entreprises*. PUF, Paris

[4] Cf. Georgi (2003), *Autogestion, la dernière utopie ?*, Publications de la Sorbonne, Paris.

[5] Cf. Guiol (1998), *L'objectif social du RPF : l'action ouvrière et l'association capital-travail dans la stratégie de conquête du pouvoir*, in *Fondation Charles de Gaulle et université de Bordeaux III, De Gaulle et le Rassemblement du peuple français, 1947-1955*, Armand Colin, Paris, pp. 399-428.

[6] A travers les Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE) et les Sociétés d'Investissement à Capital Variable d'Actionnariat Salarié (SICAVAS).

En ce qui concerne l'intérêt financier de l'épargne salariale en général et de l'actionnariat salarié en particulier, l'entreprise va choisir parmi la vaste palette de produits disponibles en fonction de sa capacité financière actuelle et future (Vernier, 2000). Un premier intérêt serait de différer une partie de la masse salariale et d'équilibrer les mécanismes fixes de rémunération des salariés avec des dispositifs de rémunération variable, indexés sur l'atteinte des objectifs et sur le partage des profits réalisés ou bien *via* une participation au capital (B. Sire & David, 1993). Concrètement, dans le cas d'un produit d'épargne d'entreprise, l'entreprise bénéficie en quelque sorte d'une source de financement supplémentaire *via* la réduction de son besoin en fonds de roulement et donc une amélioration de la trésorerie (Vernier, 2004). Par ailleurs, les produits d'épargne peuvent apporter aussi de nouvelles ressources à l'entreprise. En fait, un FCPE (Fonds Communs de Placement d'Entreprise) peut être composé de titres (actions ou obligations) de l'entreprise elle-même. Une augmentation de capital vient donc renforcer les fonds propres de l'entreprise, une émission d'obligations viendra accroître le montant des dettes à long terme, autrement dit cela aura comme effet d'augmenter ses ressources permanentes[7] (*ibid*).

Quant aux raisons de mise en place de l'actionnariat salarié qui relèvent plutôt d'une logique organisationnelle (renforcer la motivation et l'engagement organisationnel des salariés, etc), les recherches mettent par ailleurs aussi en évidence le fait que, *« quel que soit l'objectif défini[8], la finalité de l'entreprise se réduit à l'amélioration de ses performances, par une optimisation des coûts salariaux et / ou par l'augmentation de l'efficacité qualitative ou quantitative de ses salariés* » (Vernier, 2004, p.104).

Il faut souligner de même qu'il existe aussi une confusion entre l'actionnariat salarié et l'épargne salariale. En fait, l'épargne salariale est une des voies qui mène à la mise en place d'un système d'actionnariat salarié. Toutefois, il n'empêche que ce sont deux mécanismes « *tout à fait distincts car l'épargne salariale s'inscrit dans un objectif de rémunération du travail calculé sur les résultats et les bénéfices de l'entreprise. Au contraire, l'actionnariat*

---

[7] Le résultat comptable sera bien évidemment réduit des versements effectifs sur un compte bloqué, mais de manière moins forte que pourrait l'affecter une augmentation de salaire, soumis à des charges sociales supplémentaires.

[8] En effet, d'autres objectifs sont mis souvent en avant dans différentes recherches sur le sujet, comme par exemple la défiscalisation, l'allègement des charges sociales et la flexibilisation des rémunérations, en ce qui concerne la vision financière de la recherche du profit. Quant à l'objectif social, les raisons évoquées le plus souvent sont la fidélisation, la motivation et l'implication des salariés, la création d'un noyau stable d'actionnaires et la recherche d'une meilleure cohésion et d'un meilleur climat social. Dans une approche plus sociétale, on évoque l'image sociale de l'entreprise ou bien encore l'encouragement de l'épargne populaire, dans un souci de mettre en place des dispositifs de retraite complémentaire (Vernier, 2004).

*salarié est une démarche d'investissement en valeurs mobilières, spécifiquement en titres de l'entreprise, qui implique un acte volontaire du salarié »* (Bruder, 2007, p.11).

L'actionnariat salarié a connu un développement considérable depuis la fin des années 1980 en France. L'étude publiée en juin 2001 par *l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe* constatait en 2000 qu'une société française sur trois cotée sur un marché réglementé disposait d'un plan d'actionnariat salarié. Ayant soulevé de multiples questionnements concernant ses effets sur la performance des entreprises, ce phénomène est au cœur du débat actuel sur la gouvernance d'entreprise (Poulain-Rehm, 2006). Certains auteurs s'interrogent quant à son utilisation potentielle en tant qu'outil de régulation permettant un meilleur d'arbitrage entre les intérêts à très court terme et les intérêts à moyen et long terme de l'entreprise (Aglietta & Rebérioux, 2004; Rebérioux, 2003). En effet, plusieurs questions se posent, à différents niveaux, au sujet de l'efficacité de cette pratique et de ses incidences sur le système de gouvernance des entreprises qui l'adoptent.

Impulsé véritablement en France par le mouvement des privatisations en 1986, l'actionnariat salarié s'est beaucoup développé depuis grâce au renouveau du dispositif juridique du Plan d'Epargne d'Entreprise (PEE) et a pris un réel essor dans les deux décennies qui ont suivi, à l'image de l'épargne salariale. En effet, deux éléments principaux expliquent très probablement cet engouement : premièrement la possibilité offerte aux salariés depuis 1986 de verser leurs primes d'intéressement sur des plans d'épargne d'entreprise (Chérioux, 1998-1999), puis la volonté politique de favoriser, depuis 2001, l'extension des dispositifs de l'épargne salariale à l'ensemble des petites et moyennes entreprises (Marquer, 2005, 2008). L'ouverture du capital aux salariés répond ainsi à une volonté politique des sociétés, cotées ou non cotées, de s'engager dans la démarche et de développer la participation financière des salariés sous ses différentes formes (FAS, 2009-2010).

On remarque effectivement que la diffusion de l'actionnariat salarié est très inégale en fonction de la taille des entreprises. Selon la Fédération des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés, en 2007 le nombre d'actionnaires salariés en France était évalué à 2,8 millions, principalement au sein des plus grandes entreprises, en particulier suite aux privatisations. Par ailleurs, l'Autorité des Marchés Financiers (l'AMF) estime que seulement 200 à 250 entreprises non cotées ont mis en place un FCPE d'actionnariat salarié (FAS, 2009-2010). Il s'agit principalement d'entreprises de taille intermédiaire, en mesure de supporter les coûts et les contraintes réglementaires de mise en place et de

gestion des dispositifs, ou de PME fortement innovantes et à forte croissance qui ont développé des systèmes de stock-options.

Ces constats montrent que le développement de l'actionnariat salarié prend une place de plus en plus importante dans la stratégie des grands groupes, mais aussi de certaines entreprises de taille moyenne qui cherchent à impliquer leurs salariés dans la réussite de l'entreprise en utilisant différents *leviers d'incitation*, parmi lesquels l'actionnariat salarié.

L'évolution de l'actionnariat salarié peut aussi s'expliquer par la faveur que l'actionnariat salarié rencontre auprès des analystes financiers qui orientent la politique de placement des investisseurs : une autre enquête de *l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe* montre qu'un peu plus du tiers des analystes français et européens intègrent cet aspect de la politique financière dans leur analyse et accordent de plus en plus une prime aux entreprises qui en font usage.

La mise en place de l'actionnariat salarié au sein d'une entreprise serait ainsi considérée comme *un signal* par le marché, témoignant de la confiance des salariés dans l'avenir de leur entreprise. Dans le cadre de l'hypothèse d'asymétrie d'information, cette information est prise en compte par l'investisseur mal informé pour se faire une idée de la vraie valeur de l'entreprise.

Comme l'indique la forte évolution du phénomène de l'actionnariat salarié ces dernières années, le mouvement de l'actionnariat salarié serait ainsi amené à se développer car il se révèle être un *outil de management moderne* adapté aux conditions actuelles de l'économie. Il concilie la motivation et l'enrichissement personnel, contribue à la stabilité du capital et valorise l'image sociale de l'entreprise.

## Le cadre théorique de la recherche

L'actionnariat salarié est un objet de recherche assez complexe à saisir de par ses multiples dimensions (financière, politique et organisationnelle) qui ont des impacts différents sur l'entreprise (Kaarsemaker, 2006; Kaarsemaker & Poutsma, 2006), le mot *actionnariat* nous renvoyant vers la théorie financière de la firme et l'adjonction *salarié* vers tous les aspects relevant de la gestion des ressources humaines au sein de l'entreprise. De ce fait, la littérature théorique révèle de très fortes contradictions dans l'analyse du phénomène de l'actionnariat salarié car il n'existe pas de cadre théorique bien établi permettant une analyse approfondie de ce mécanisme et il est par conséquent nécessaire de mobiliser différentes approches théoriques. Comme le souligne Hollandts (2007, p.19)

« *il n'y a pas à proprement parlé de théorie de l'actionnariat salarié* » car « *cette problématique est concernée par différents corpus de la littérature en management* ». Cette particularité du mécanisme de l'actionnariat salarié est à l'origine du choix que nous avons fait dans le cadre de ce travail de recherche de croiser différents angles théoriques dans une approche transversale de la firme, souhaitant aboutir ainsi à des résultats plus fouillés, en explorant mieux notre objet de recherche.

De nombreuses études (Blasi, Conte, & Kruse, 1996; Douglas Kruse, 1996; Sesil, Kruse, & Blasi, 2001) ont été réalisées, principalement aux Etats-Unis, afin de comprendre les raisons du recours à l'actionnariat salarié par les entreprises qui choisissent de faire participer leurs salariés au capital. Outre les *aspects fiscaux*, une approche consistant à y voir un *mécanisme d'incitation des salariés en place* est privilégiée. Celui-ci s'articule sur la mise en évidence d'une *communauté d'intérêt* avec les actionnaires en ce qui concerne le développement de l'entreprise et le partage financier des gains de valeurs futurs. L'actionnariat salarié serait un moyen de *diminuer les conflits d'intérêt* entre les différentes catégories de partenaires au sein de l'entreprise, et notamment les salariés, les dirigeants et les actionnaires, à la lumière de *l'hypothèse d'incitation* mise en avant par la théorie financière de la firme.

Parmi les théories des organisations, l'approche contractualiste de la firme, et notamment la *théorie positive de l'agence* examine l'actionnariat salarié à la lumière des hypothèses d'incitation et des alignements des intérêts des salariés à ceux des actionnaires et des dirigeants de l'entreprise (Douglas Kruse & Blasi, 1997; Welbourne & Cyr, 1999). Ainsi, Desbrières (Desbrières, 2002) souligne qu'en pratique l'usage de l'actionnariat salarié ou, de manière plus large de la participation financière[9], 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.

La théorie de l'agence permet en effet d'étudier les questions de comportements et d'incitations au sein de la firme qui est composée de multiples relations principal – agent. Selon Charreaux (1999), l'objectif de la théorie positive de l'agence est de vouloir expliquer le comportement réel, le fonctionnement des organisations, d'étudier les mécanismes d'incitation et de coordination des membres de la coalition (firme). L'auteur explique

[9] 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)...

*« qu'en raison des divergences d'intérêts entre individus, les relations de coopération s'accompagnent nécessairement de conflits inducteurs de coûts qui réduisent les gains potentiels issus de la coopération »* (Charreaux 1999, p. 63).

Le transfert d'une partie de la propriété aux salariés a pour but d'inciter ces derniers à réagir en propriétaires et à prendre soin de la valeur à long terme de leur actif : la firme (Milgrom et Roberts, 1997).

L'étude approfondie de notre objet de recherche s'appuie sur deux paradigmes théoriques, l'originalité de notre travail doctoral étant notamment notre volonté d'étudier l'actionnariat salarié en partant du paradigme de la théorie financière néo-classique puis en enrichissant notre analyse par les apports de la vision socio-cognitive de la firme qui puise ses origines dans la théorie des ressources (*Ressource Based-View*) et dans le jeune courant des études sociales de la finance (*Social Studies of Finance*). Ce regard croisé nous a permis d'aboutir à une analyse plus approfondie de l'actionnariat salarié, l'imbrication de ces deux approches théoriques ayant fourni, de par leur complémentarité, des angles d'étude originaux pour une meilleure compréhension de notre objet de recherche.

En fait, notre étude du mécanisme de l'actionnariat salarié, de par les multiples facettes et à cause de la dichotomie inhérente à la notion même d'actionnariat salarié, se doit de relever le défi de « *concilier la finance et le management* »[10]. Plusieurs recherches récentes s'interrogent en effet quant aux opportunités de rendre ces deux paradigmes – la théorie financière et le management stratégique – un peu plus proches si ce n'est complémentaires pour aboutir à une meilleure compréhension des phénomènes étudiés par les chercheurs en sciences de gestion (Albouy, 2009; Charreaux, 2009a; Gomez, 2009). Notre recherche se situe ainsi dans ce courant académique qui questionne les cadres théoriques traditionnels à la recherche des voies de renouveau théorique, dans une volonté de transversalité au sein des différentes disciplines qui forment les sciences de gestion des organisations. A vrai dire, et très honnêtement, ce challenge fut parmi les plus difficiles et passionnants à surmonter tout au long de ce travail doctoral, des innombrables allers - retours théoriques ayant été nécessaires pour voir aboutir ce long processus d'apprentissage en « *double boucle* » (Argyris & Schön, 1978), avant de trouver l'articulation théorique qui forme le cadre conceptuel de notre thèse.

Notre préoccupation fût renforcée par les dernières crises financières qui sont venues secouer très fortement le champ de la théorie financière avec la révélation du fait que *« le*

---

[10] Un très large panorama de recherches à ce sujet est présenté dans le numéro spécial « *Concilier finance et management* » de la Revue Française de Gestion (vol.35, n°198-199, 2009) coordonné par Michel Albouy.

*monde de l'entreprise et de ses managers s'est éloigné de celui de la finance et réciproquement* » en constatant qu'un « *fossé s'est créé entre le monde de la finance et celui du management des entreprises* » (Albouy, 2009, pp.17-18). En effet, les critiques que l'on entend émettre à l'adresse de la finance (et par là même envers la théorie financière) étant multiples (que ce soit de la part des politiques, du monde des affaires, des média, du monde universitaire), nous y reviendrons de façon plus détaillée plus tard dans le corps de la thèse. Toutefois, ces diverses critiques peuvent être résumées comme suit : un très fort désaccord avec le fait *d'imposer des seuils de rentabilité insoutenables en obligeant les entreprises à faire des choix stratégiques plutôt à court terme*, ceci *en privilégiant les actionnaires en contradiction avec la responsabilité sociale des entreprises et leur développement durable* (Albouy, 2009; Gomez, 2009; Gomez & Korine, 2009; Rainelli - Le Montagner, 2003, 2008).

Effectivement, nous considérons, en prenant appui sur les travaux des différents chercheurs de renom que nous venons de citer, que la dernière crise financière a remis fortement en question la validité des postulats basiques de toute la théorie financière car en effet « *l'allocation optimale des ressources par les marchés et la validité de l'abstraction financière opérée par l'usage généralisé de la finance sont apparues moins évidentes et leurs effets moins convaincants* » (Albouy, 2009, p.26).

De cette façon, notre étude sociocognitive de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et sur la gouvernance des entreprises françaises cotées trouve sa justification dans les interrogations quant au rôle que l'actionnariat salarié peut se voir attribuer comme nouveau mode d'organisation du travail (Boutiller & Uzundis, 2006; Gurtner et al., 2009) dans ce contexte de transformation d'après crise et de réflexion sur le renouvellement de l'analyse socio-économique du capitalisme patrimonial en ce début de 21ième siècle (Gomez, 2009; Gomez & Korine, 2009).

## Objet et problématique de la recherche

Le choix de notre sujet de recherche a été déterminé par plusieurs constats qui nous avaient interpellés au début de notre recherche doctorale. Premièrement, il s'avère que

peu d'études ont été réalisées sur le phénomène de l'actionnariat salarié en France[11] (Arnould & Jaeger, 1990; Aubert, 2007; Caramelli, 2006; D'Arcimoles & Trebucq, 2003, 2004; Dondi, 1992a; Garfatta, 2010; Hollandts, 2007). Deuxièmement, la nouvelle base de données quantitatives créée par la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié (FEAS), avec des informations concernant l'actionnariat salarié dans plus de 2000 entreprises européennes offre l'opportunité de mener des analyses statistiques plus approfondies quant aux effets de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises françaises, permettant aussi par la suite de comparer les effets des politiques d'actionnariat salarié des entreprises françaises avec les résultats observés dans d'autres pays. Troisièmement, l'Indice de l'Actionnariat Salarié en France, NYSE EURONEXT FAS IAS®, surperforme l'indice CAC40 et ce depuis sa création en 1999. L'indice IAS® a été lancé par la Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS) conjointement avec Euronext et d'autres partenaires et est composé de sociétés du SBF250 ayant un actionnariat salarié significatif. L'indice IAS® fait apparaître pour la période 1990 – 2001 une surperformance boursière moyenne de 2,5% par an par rapport au CAC40, fin 2007 il surperformait la CAC40 de 4,1%, fin 2008 de 1,7% et fin juin 2009 de 7,2%. L'étude de l'évolution de l'IAS® a tendance à indiquer une meilleure performance des entreprises disposant des plans d'actionnariat salarié par rapport à l'ensemble des entreprises cotées.

## A. Problématique générale de la recherche

Tous ces constats légitiment le choix de notre objet de recherche et de la problématique de recherche qui est l'analyse des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises françaises cotées. Cette problématique sera traitée à travers les questions de recherche suivantes:

1/ Existe-t-il une corrélation entre l'implication (financière, humaine, ...) d'une entreprise dans une politique d'actionnariat salarié et la performance globale de cette entreprise?

2/ Comment l'actionnariat salarié influence-t-il la création de valeur des entreprises françaises cotées ? Par quel biais ? Par quels mécanismes ?

[11] Parmi les travaux cités, certains ont été réalisés après que nous ayons choisi l'actionnariat salarié comme sujet de recherche, il y a eu notamment quelques thèses de doctorat qui ont été soutenues depuis sur les mécanismes en lien avec la participation des salariés au capital, aucune n'ayant toutefois traité le sujet sur le même angle que notre recherche doctorale (Aubert, 2007 ; Caramelli, 2006 ; Hollandts, 2007 ; Garfatta, 2010).

A la suite de notre travail de thèse, nous aimerions poser un constat sur l'évolution et l'importance de l'actionnariat salarié en France en repérant les différentes conceptions et pratiques des entreprises françaises en matière d'actionnariat salarié tout comme les différents comportements d'actionnaires salariés et leur impact sur la performance des entreprises afin de contribuer au débat sur l'actionnariat salarié et de nourrir la réflexion des chercheurs, praticiens et politiques intéressés par ce sujet.

Ainsi, notre recherche se situe dans le cadre que nous venons de décrire et concerne l'étude de l'actionnariat salarié (en restant attentifs à la distinction entre salariés dirigeants et salariés non dirigeants de l'entreprise) et son impact sur la création de valeur et la gouvernance des grandes entreprises françaises cotées.

## B. Le choix d'un cadre théorique transversal

Le droit des sociétés français considère comme étant associé de l'entreprise « *celui qui apporte un bien, a vocation aux bénéfices et contribue aux pertes tout en étant animé de l'affectio societatis* » (Bruder, 2007, p.56). Notre interrogation initiale qui explique le cheminement de notre réflexion théorique tout au long de cette recherche doctorale se résume comme suit : si du point de vue juridique, l'actionnaire salarié est un actionnaire aussi légitime que les autres catégories d'actionnaires, pourquoi alors remarque-t-on une incohérence dans l'analyse de l'actionnariat salarié proposée par certains auteurs prenant appui sur la théorie financière classique ? Serait-ce un parti pris contre cet élément perturbateur – l'actionnariat salarié – qui vient bousculer le bel édifice du corpus théorique de l'économie néo-classique, le socle de la théorie financière contemporaine ?

Face aux évolutions, transformations et mutations de la réalité économique des entreprises du 21ième siècle, ne serait-il pas utile de tenter de dépasser les limites du cadre théorique en essayant de surpasser certaines de ses incohérences ? Face à cette nécessité flagrante d'approfondir l'analyse juridico-financière néoclassique de l'actionnariat salarié à l'aide des cadres théoriques alternatifs (non-exclusifs du cadre théorique néo-classique, mais plutôt dans une optique de complémentarité) et afin de mieux cerner les enjeux et les implications du mécanisme de l'actionnariat salarié pour les entreprises françaises cotées, nous allons faire appel à l'approche sociale de la finance et à la vision socio-cognitive de la firme en développant notre raisonnement en trois temps : quel est le rôle de l'actionnariat salarié dans une vision cognitive de la gouvernance, quelle est sa contribution au renforcement du capital social de l'entreprise, quel est son apport pour le développement du capital intellectuel de l'entreprise ? Pour ce faire, nous allons traiter d'abord notre

problématique de recherche à la lumière des arguments issus de la théorie financière classique basée sur les approches contractuelles de la firme, puis nous allons compléter notre analyse par l'étude des aspects socio-cognitifs du phénomène étudié, en prenant appui sur la théorie des réseaux et sur les apports de la *Knowledge Based View* (KBV) de la firme.

### C. La mise en œuvre d'une triple démarche empirique

Notre étude empirique aura comme objectif d'apporter des éléments de réponse additionnels afin de mieux cerner l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises françaises cotées. Nous étudierons cette question *via* une triangulation des méthodes de recherche empirique : les résultats de deux études quantitatives (en coupe transversale et longitudinale) de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance économique et financière de l'entreprise seront complétés par une recherche qualitative menée sur la base d'une vingtaine d'entretiens semi-directifs, ceci afin d'approfondir notre analyse.

Pour répondre à la première question de recherche qui consiste à savoir s'il existe une corrélation entre la mise en place d'une politique d'actionnariat salarié et la performance des entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250, la base de données que nous avons créée nous permet de comparer la performance économique et financière de ces entreprises sur une période allant de 2005 à 2008 ainsi que leur rendement boursier sur la période 2005-2011. Des analyses en coupe transversale et une étude longitudinale seront réalisées.

La deuxième question de recherche concernant les effets cognitivo-comportementaux de la mise en place de l'actionnariat salarié sera traitée à travers une approche qualitative avec la réalisation d'une vingtaine d'entretiens avec des professionnels et experts de la question de l'actionnariat salarié

### D. Présentation du plan

En vue de répondre aux finalités énoncées, la thèse est structurée en deux parties.

La première partie vise à justifier la pertinence de la problématique, tant au regard des pratiques que des cadres théoriques généralement mobilisés pour l'étude de l'actionnariat salarié. Elle rappelle les fondements historiques et économiques de l'actionnariat salarié en France afin de mieux comprendre ses spécificités et son rôle dans le financement des entreprises françaises. Les modalités du fonctionnement de l'actionnariat salarié et ses

enjeux en termes de gouvernance et de création de valeur sont ensuite étudiés, dans un premier temps – au travers des pratiques, puis dans un second temps – au travers des théories juridico-financières et socio-cognitives de l'organisation.

Nous procèderons ainsi à un état de l'art théorique concernant les effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance d'entreprise, en nous appuyant d'abord sur l'approche contractualiste de la firme, le socle de la théorie financière moderne (chapitre 1). Notre analyse juridique du mécanisme de l'actionnariat salarié, sera suivie de l'étude de l'actionnariat salarié du point de vue de la théorie financière de la firme *via* le prisme de la théorie des droits de propriété et de la théorie de l'agence, deux théories complémentaires, qui se concentrent sur deux niveaux d'analyse différents, mais liés (Hollandts, 2007). En effet, la théorie des droits de propriété se focalise sur le niveau de la firme, tandis que la théorie de l'agence s'attache à définir les relations optimales au sein de la firme ; néanmoins, comme le souligne Gomez (1996), elles partagent un grand nombre de postulats. Nous passerons en revue les différents arguments (pour et contre l'actionnariat salarié) issus de ce cadre théorique, ainsi que certaines limites fondamentales qui tiennent de la surfocalisation sur les relations conflictuelles au sein de l'entreprise du paradigme contractualiste de la firme, au détriment de la préoccupation pour l'action collective *via* le renforcement de la coopération des acteurs au sein de la firme (Rainelli - Le Montagner, 2003, 2008).

A la fin de ce premier chapitre nous nous retrouverons devant la nécessité de compléter notre analyse pour réussir à mieux mettre en lumière le rôle important que joue l'actionnariat salarié dans les processus de coordination de l'action collective, du soutient de la coopération entre les différentes parties prenantes au sein de l'entreprise, de l'obtention d'un consensus, en nous appuyant sur une vision socio-cognitive de l'entreprise. Cette mise en perspective de la dualité conflit – coopération nous permettra de mieux appréhender la richesse des relations intra-firmes et les multiples implications du phénomène de l'actionnariat salarié dans le chapitre consacré à l'étude des effets de l'actionnariat salarié à travers une approche socio-cognitive de la firme (chapitre 2).

Ce chapitre approfondit l'analyse de notre objet d'étude à partir de l'approche socio-cognitive de la firme en prenant appui sur les développements du très jeune courant de recherche, ayant fait émerger une approche sociale de la finance, connu sous le nom de *Social Studies of Finance* (*SSF*). Comme nous l'avons déjà évoqué, notre souhait de procéder à une analyse socio-cognitive des effets de l'actionnariat salarié la création de valeur et sur la gouvernance d'entreprise est animé par une volonté d'enrichissement du

cadre de la théorie financière classique, dans une complémentarité des points de vue et non pas dans une logique d'exclusion, ni de confrontation à l'extrême.

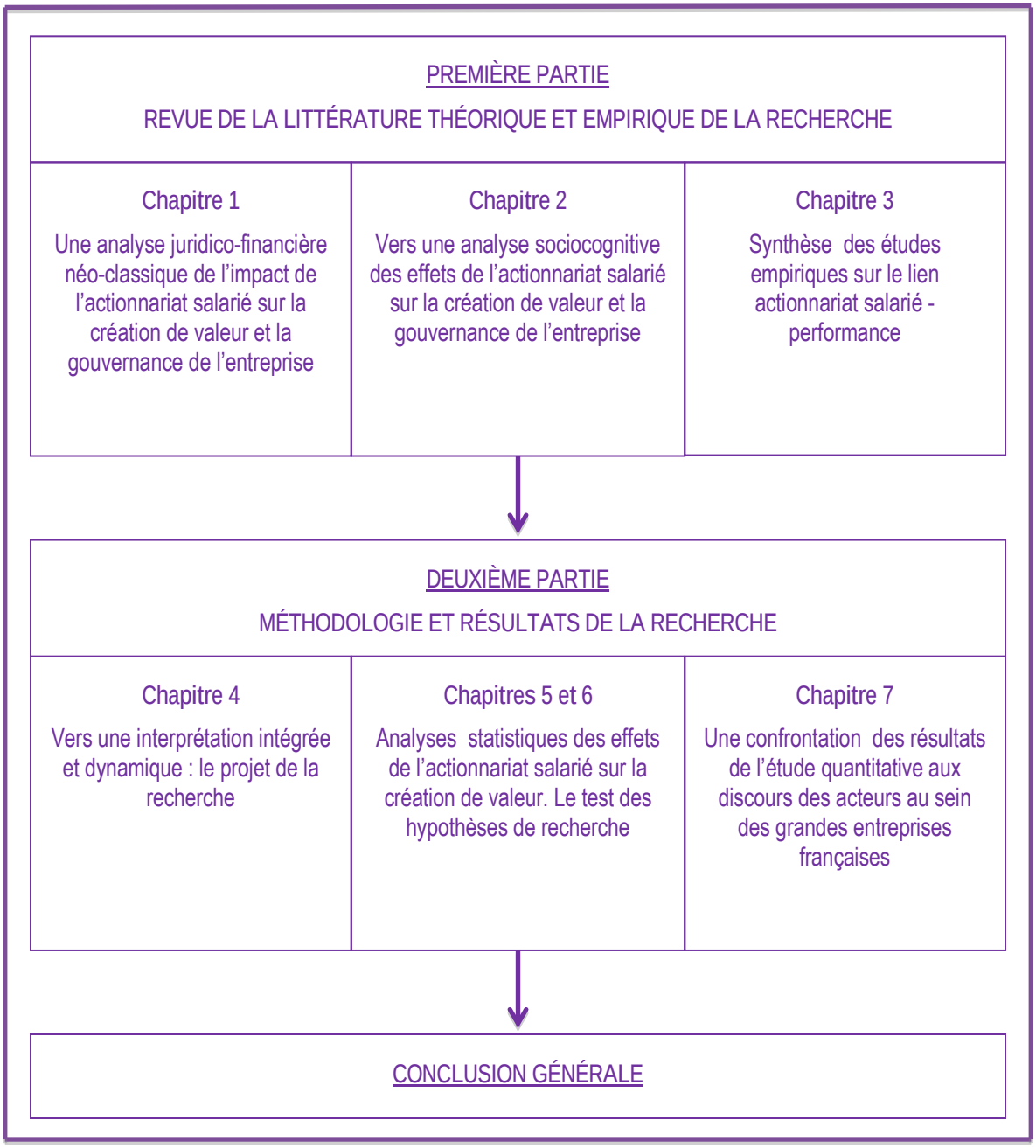
Le troisième chapitre sera consacré à la revue des études empiriques sur le sujet de l'actionnariat salarié et de son effet sur la performance financière et organisationnelle de la firme.

Des développements théoriques précédents émerge ensuite la problématique de la recherche affinée ainsi que les hypothèses de recherche qui en découlent, qui seront testées dans la deuxième partie consacrée aux aspects empiriques de notre thèse.

La problématique, la méthodologie de recherche ainsi que le positionnement épistémologique de la recherche feront l'objet du chapitre 4.

Dans les trois chapitres suivants, nous présenterons les trois études empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et le système de gouvernance des entreprises françaises cotées, afin de tester les hypothèses issues de la revue de la littérature théorique sur le sujet (chapitre 5, 6 et 7).

**Encadré 1: L'organisation générale de la thèse**



# PREMIERE PARTIE

# ANALYSE THEORIQUE DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR

# PREMIERE PARTIE

# ANALYSE THEORIQUE DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR

« Avant tout, il faut savoir poser les problèmes… C'est précisément ce sens du problème qui donne la marque du véritable esprit scientifique ».
Bachelard, *La formation de l'esprit scientifique* (1938)

L'expression « *actionnariat salarié* » regroupe deux notions dichotomiques à prime abord – le fait d'être *actionnaire* et *salarié* simultanément. Définir le mécanisme d'actionnariat salarié n'est pas une tâche aisée, tant il semble difficile d'assembler les qualités d'actionnaire et de salarié sur la même personne, ces qualités étant de nature antagoniste (Bruder, 2007). Puis, comme souligné par Alliot-Marie, le mécanisme de l'actionnariat salarié doit s'analyser dans une situation doublement complexe, d'abord parce qu'on ne doit plus opposer les salariés aux actionnaires, mais les dirigeants (actionnaires ou salariés) aux actionnaires non gestionnaires et aux salariés non gestionnaires, ensuite parce que l'aspiration au profit est en train de faire place à l'aspiration au pouvoir (Alliot-Marie, 1973, p.24)

En effet, Hollandts (2007, pp.25-27) pose la question de savoir « *si l'actionnariat salarié n'introduit pas une transformation organisationnelle radicale amenant à brouiller les représentations et les rôles traditionnels dévolus respectivement aux salariés, aux dirigeants et aux actionnaires* » en se demandant « *si l'actionnariat salarié ne risque-t-il pas d'altérer la définition classique de la relation entre capital et travail qui marque le capitalisme depuis plus d'un siècle* » ? Ces interrogations reflètent bien une inquiétude

plus générale que l'on peut trouver dans les travaux de certains auteurs du paradigme dominant néo-classique quant aux conséquences de la remise en cause de la séparation des facteurs de production que pose l'actionnariat salarié, craignant que son introduction vienne modifier totalement les structures et la répartition du pouvoir au sein des entreprises (*ibid.*).

Avant d'entrer dans le vif de sujet en abordant notamment la question des effets induits par l'actionnariat salarié au sein des entreprises ayant pris la décision de le mettre en place, nous allons accorder une attention particulière à la définition de la notion même d'actionnariat salarié, et ce malgré les difficultés mentionnées plus haut. Nous allons procéder par une étude approfondie des deux composantes de notre objet de recherche, en nous intéressant d'abord à la notion d'*actionnaire* puis à celle de *salarié*. Le point de départ de notre analyse sera l'étude des modifications apportées par l'actionnariat salarié à la structure juridique et financière de l'entreprise en prenant appui sur l'approche contractualiste de la firme (chapitre 1).

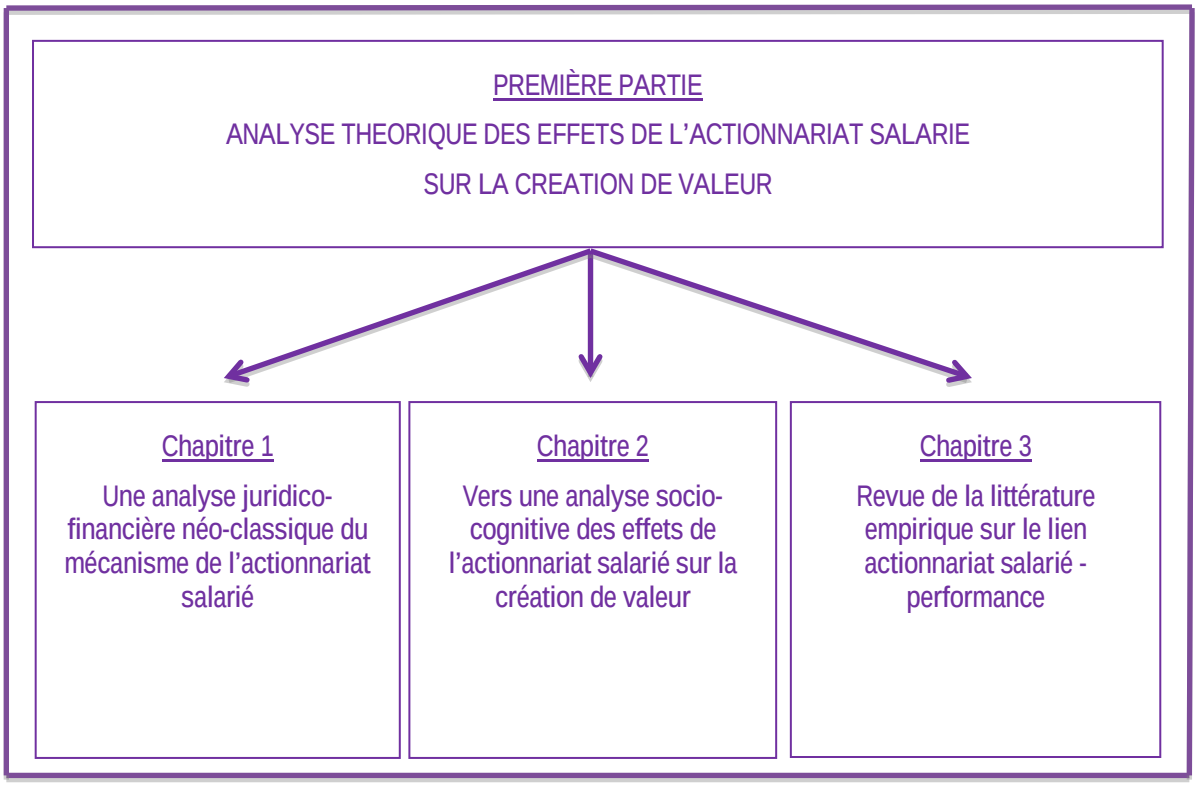
Ainsi, nous allons commencer par une analyse juridique de la notion d'actionnaire salarié, afin de savoir si, du point de vue du droit, l'actionnaire salarié est un actionnaire comme les autres, ayant les mêmes droits accordés par le fait de détenir des actions de son entreprise que tout autre actionnaire (non salarié) de l'entreprise. Nous engagerons notre étude par un rapide aperçu historique de l'avancement de l'idée de la participation des salariés dans le contexte français, en précisant les modalités de son fonctionnement actuel. Puis, nous passerons en revue les différents droits attachés à la détention des actions dans le droit des sociétés (comme les droits à *l'information*, la participation à la *prise de décision*, le bénéfice de la *rente résiduelle de l'entreprise*) dans le souci de savoir si l'actionnaire salarié bénéficie de tous ces droits ou non.

Cette analyse juridique sera suivie d'une étude du mécanisme de l'actionnariat salarié du point de vue de la théorie financière de la firme afin de comprendre la transformation subie par la structure du capital de l'entreprise avec l'apparition de cette catégorie spécifique d'actionnaire qu'est l'actionnariat salarié. Les arguments de l'approche contractualiste de la firme (qui prend appui sur les outils traditionnels de la théorie économique néo-classique) quant à la question de la performance d'une telle structure de capital seront présentés et discutés attentivement, avant d'aboutir à la question plus particulière de la répartition du pouvoir au sein de l'entreprise. La place de l'actionnariat salarié dans le système de gouvernance d'entreprise actuel sera abordée à travers l'étude de l'évolution des théories de la gouvernance et nous verrons que les dernières recherches dans le domaine ont opéré un glissement d'une vision assez classique de la gouvernance

vers une approche plus cognitive, voire politique de la gouvernance d'entreprise. Un regard critique sur les analyses de l'actionnariat salarié qui ont été menées dans le cadre du paradigme contractualiste classique de la firme nous mènera face à la nécessité de chercher à approfondir notre questionnement quant aux effets induits par l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise en explorant un éclairage théorique complémentaire à travers des travaux s'inscrivant dans une vision socio-cognitive de la firme (chapitre 2).

Ensuite, notre troisième chapitre sera consacré aux études empiriques du lien entre l'actionnariat salarié et la performance (financière et organisationnelle) des entreprises.

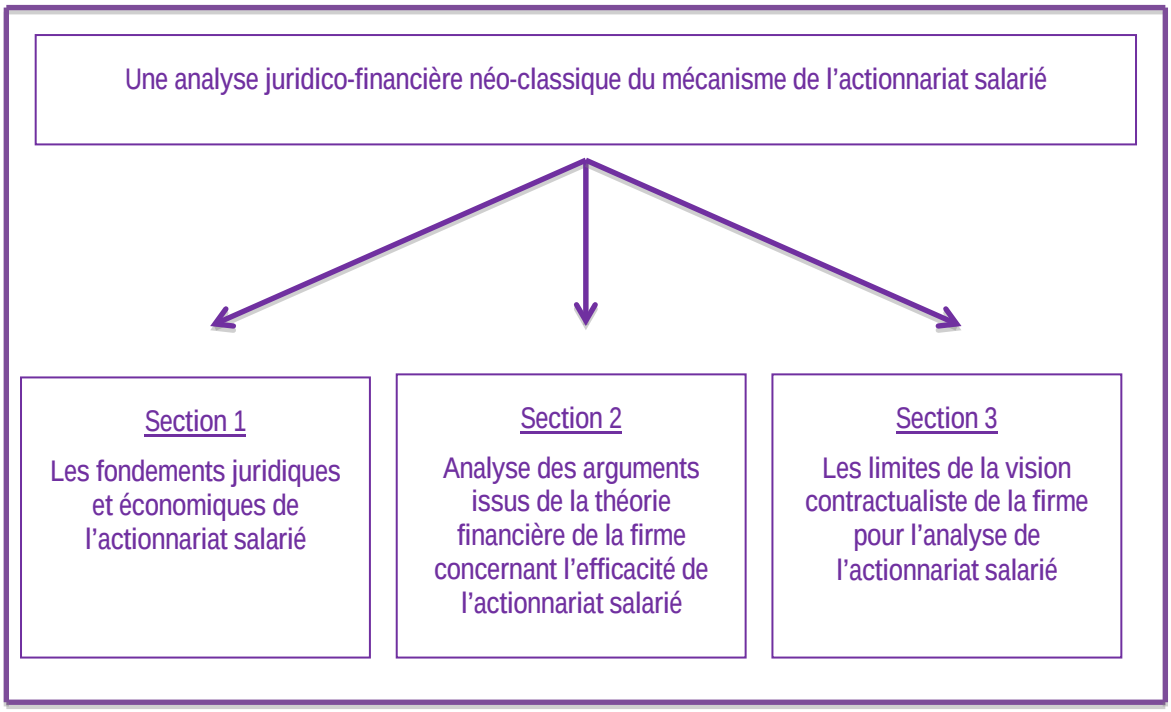
**Encadré 2: L'organisation de la première partie**



# CHAPITRE 1. UNE ANALYSE JURIDICO-FINANCIERE NEO-CLASSIQUE DU MÉCANISME DE L'ACTIONNARIAT SALARIE

Dans ce premier chapitre, nous présentons les principaux arguments théoriques quant au fonctionnement et à l'efficacité du mécanisme de l'actionnariat salarié, en prenant appui sur une analyse juridico-financière du phénomène étudié. La première section se concentre sur une analyse des conséquences juridiques de la mise en place de l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise. La deuxième section sera consacrée aux arguments issus de la théorie financière concernant l'efficacité de la structure du capital de la firme comportant un (certain) pourcentage d'actionnariat salarié. Puis, dans un troisième temps, nous allons expliciter les limites de l'approche contractualiste de la firme pour l'étude du phénomène de l'actionnariat salarié face aux transformations actuelles que rencontre le système économique mondial en ce début du 21ième siècle.

**Encadré 3: L'organisation du chapitre 1**



## LES FONDEMENTS JURIDIQUES ET ECONOMIQUES DE L'ACTIONNARIAT SALARIE

Analyser une institution juridique qui répond à des qualités différemment perçues par les partenaires qu'elle concerne n'est pas chose aisée (Alliot-Marie, 1973), mais ce retour à la tradition juridique est nécessaire afin de rappeler les trois dimensions fondamentales du droit de la propriété privée : l'*usus*, le *fructus* et l'*abusus*. Posséder un droit de propriété sur un bien permet de l'utiliser (*usus*), de bénéficier des profits qu'il procure (*fructus*) et de le céder, en le vendant par exemple (*abusus*).

En droit des sociétés, le cas idéal, c'est la situation originelle du dirigeant-propriétaire, *« lorsque l'*usus, *le* fructus *et l'*abusus *du droit de propriété sont parfaitement réunis, donc alignés »* (Gomez & Korine, 2009, p.231). L'évolution du mécanisme de l'actionnariat salarié et la place de plus en plus importante qu'il détient au sein des entreprises modernes (que ce soit dans les grandes société par capitaux, ou bien dans les plus petites PME) vient nous rappeler si besoin était que la réalité est bien souvent loin de ressembler en toutes lettres à ce qu'une situation théorique idéale souhaiterait qu'elle soit. Le terme de *salarié actionnaire* rapproche les deux notions de *salarié* et d'*actionnaire*, comme si la fusion était réalisée entre le groupe des associés et celui des salariés. Le rapprochement tenté provient de l'acquisition par le second des attributions du premier, on veut faire du salarié un actionnaire. L'actionnariat salarié est une innovation organisationnelle assez récente que vient brouiller les repères instaurés depuis des décennies par tous ceux qui s'intéressent au fonctionnement du système économique et à la gestion des entreprises.

## A. Aperçu historique de l'évolution de l'actionnariat salarie en France

L'idée de réconcilier le travail et le capital en les associant à l'intérieur de l'entreprise est aussi vieille que la lutte des classes. Les acteurs – les patrons dans l'industrie d'abord, les hommes politiques par la suite – s'appuyaient, en introduisant la thématique de la participation des salariés, sur une vision d'ensemble (Guiol, 1998). Plusieurs aspects, allant de la participation financière à la participation à la gestion, cohabitaient dans une même optique de rupture avec les fondements capitalistes. S'appuyant d'abord sur la volonté de partager les fruits de l'activité, les partisans de la participation visaient à terme, à intégrer le salarié au destin de l'entreprise et à sa marche (*ibid*., p.35). Ce n'est qu'à partir du milieu du 20ième siècle qu'un clivage plus net apparaît entre les partisans de cette conception de la participation et ceux qui considèrent sa dimension financière comme un but en soi, un outil de management des salariés plutôt que comme un levier pour progresser vers une forme de participation à la gestion.

Quant à la recherche sur les questions autour de la notion de l'actionnariat salarié, on peut tout d'abord constater que la pratique a précédé la recherche. Les premiers exemples d'introduction de mécanismes d'actionnariat salarié, sont en France, ceux de Boucicaut et Jaluzot, notamment auprès des employés du Bon Marché. On peut également citer l'exemple de l'entreprise Godin, qui au 19e siècle, rêvait de fonder une société idéale fondée sur la participation au capital des employés. Ce projet se concrétisa principalement au sein du Familistère de Guise (Aisne) à une époque où le socialisme « utopique » incitait à abolir la séparation entre le capital et le travail afin de réduire les tensions sociales. On peut véritablement dater les premières recherches sur l'actionnariat salarié à 1912, avec un ouvrage des époux Webb (Webb, 1912 cité par Hollandts, 2007).

Une des principales caractéristiques de l'évolution de l'actionnariat salarié dans le contexte français, c'est son démarrage lent et particulièrement chaotique, suivi d'une très lente maturation des idées (Bruder, 2007). Selon Hirigoyen (1997), l'historique des fondements philosophiques et économiques de l'actionnariat salarié permet de distinguer deux types d'approches. Une première conception, dans le cadre d'un courant *humaniste*, considère l'actionnariat salarié comme étant une technique de valorisation de la personne et un instrument d'accomplissement, s'agissant parfois d'une « *recherche désintéressée d'amélioration du niveau de vie des salariés* » (Alliot-Marie, 1973, p.27).

D'autre part, une deuxième vision plus *productiviste* cherche à réconcilier les Français avec leur industrie, en considérant que l'actionnariat salarié « *aboutit en fin de compte à améliorer la productivité de l'organisation* » (Caby & Hirigoyen, 2005a, p.145). Il s'agirait en fait de donner un regain de vitalité à l'entreprise, l'actionnariat salarié pouvant jouer divers rôles dans son développement : *via* le fait d'apporter directement une masse monétaire liquide, l'incitation à des efforts de production plus intenses ou encore la fidélisation des salariés » (Alliot-Marie, 1973, pp.27-28).

Ces deux conceptions différentes seront entremêlées tout au long de la 5ième république, toutefois le point de vue productiviste prendra petit à petit le dessus pour l'emporter définitivement à partir des années 1980 (Couret & Hirigoyen, 1990). La perspective financière a constitué sans aucun doute un élément important ayant favorisé le choix d'un certain nombre d'entreprises qui ont étendu l'actionnariat aux salariés » (Alliot-Marie, 1973, p.28).

En France, le développement de l'actionnariat salarié a été stimulé par le mouvement de privatisation de la plupart des grandes entreprises publiques, qui a commencé vers le milieu des années 1980 et a duré jusqu'au début du 21ième siècle. Cette privatisation s'est accompagnée d'une ouverture systématique du capital des entreprises à leurs salariés, mais aussi d'une « *obligation de créer des postes d'administrateurs salariés* » (Gomez & Korine, 2009, p.181).

Ceci nous rappelle la volonté de Charles de Gaulle de faire de l'actionnariat salarié un instrument de la participation, car dans son esprit, la participation financière des salariés sous-entendait une participation *aux résultats*, *au capital* et aussi *à la gestion de l'entreprise* (Chérioux, 1998-1999).

Afin de situer le mécanisme de l'actionnariat salarié parmi l'éventail des dispositifs que l'on regroupe habituellement sous le terme « *participation financière des salariés* », nous allons dresser un très bref historique de l'évolution de l'actionnariat salarié[12] dans le contexte politique et économique français en évoquant les principales étapes de l'évolution de l'actionnariat salarié, depuis son développement initial au 19ième siècle jusqu'aux dernières réformes opérées par le législateur français ayant permis son envol en ce début du 21ième siècle.

[12] Pour de plus amples détails, voir le rapport d'information 500 de la Commission des Affaires Sociales du Sénat (Chérioux, 1998-1999). Ce rapport propose par ailleurs une remarquable analyse historique de l'évolution des mécanismes de participation et de l'actionnariat salarié en France et dans d'autres pays, nous nous en sommes inspirés pour réaliser ce rapide aperçu historique, le lecteur souhaitant approfondir ces aspects-là pourra s'y référer fort judicieusement.

Plusieurs étapes de sa mise en place peuvent effectivement être mises en évidence. L'actionnariat salarié a mis beaucoup de temps pour se faire une place dans le système des relations économiques en France. Depuis le milieu du 19ième siècle, l'actionnariat salarié est vu par certains théoriciens, chefs d'entreprises, législateurs comme une réponse possible à la « question sociale » amenée sur le devant de la scène par le fort développement de la société industrielle. L'actionnariat salarié est toutefois devenu une vraie réalité seulement dans le cadre de la politique de la participation initiée par le Général de Gaulle (Chérioux, 1998-1999). Mais, si la France est aujourd'hui en avance en matière de participation financière des salariés (Balligand & De Foucauld, 2000; Perotin & Robinson, 2000), il faut savoir que l'actionnariat des salariés est resté pendant assez longtemps le dispositif le moins développé parmi tous les outils que l'on regroupe usuellement en parlant de la participation financière des salariés. Effectivement, la participation des salariés au capital était restée en retrait par rapport à l'intéressement, la participation aux bénéfices et la participation à la gestion des entreprises, malgré l'engouement datant du 19ième siècle, malgré le puissant soutien apporté par Charles de Gaulle, malgré la forte multiplication de dispositifs législatifs qui ont suivi (Alliot-Marie, 1973 ; Bruder, 2007) ceci pratiquement jusqu'au mouvement de privatisations et les ordonnances de 1986 qui ont remis sous les feux des projecteurs le phénomène de l'actionnariat salarié, qui connaît depuis une nouvelle accélération. Une présentation très détaillée de l'évolution de la législation française à propos de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié est proposée par Bruder (2007) dans sa thèse de doctorat sur le sujet et nous reprenons ici les grandes lignes de son analyse des mécanismes juridiques concernant l'actionnariat salarié afin de donner un aperçu des réformes initiées par le législateur et des difficultés rencontrées dans leur mise en application depuis plus d'une soixantaine d'années.

### a) La contribution de Charles de Gaulle : une étape initiale dans le cadre de la participation ( de 1959 à 1970)

C'est le Général de Gaulle qui tenta de relancer l'actionnariat salarié dans la France d'après la guerre, dans le cadre de sa politique de participation. Son envie de transformer les salariés en associés en leur permettant de participer au capital et à la gestion de leurs entreprises semblait être une solution adaptée au climat social de l'époque cherchant à répondre aux préoccupations de la classe ouvrière, à savoir, de transformer la condition morale du travailleur, en lui permettant de devenir un « *associé* » et non plus un instrument de production (Chérioux, 1998-1999, p.17).

La volonté de soutenir le développement de la participation était justifiée par le souhait d'accroître la productivité de l'époque, comme le souligne le Général de Gaulle dans un célèbre discours face aux mineurs de Saint Etienne le 4 janvier 1948: « *Oui, la puissance de la nation et le sort de chacun des Français dépendent, désormais, de notre productivité. Que voulez-vous ? Nous n'avons pas de terres nouvelles à conquérir. Il s'agit de produire, avec ce dont nous disposons, beaucoup plus, beaucoup mieux, beaucoup plus vite, que ce que nous produisons* » (Bruder, 2007, p.16).

Les textes juridiques importants mis en place pour soutenir la politique de la participation des salariés sont l'ordonnance n°59-126 du 7 janvier 1959[13] visant à favoriser l'association ou l'intéressement des travailleurs à la marche de l'entreprise suivie de deux nouvelles ordonnances (n°67-693 et n°67-694) le 17 août 1967[14] pour développer la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises en leur permettant de participer aux résultats de l'entreprise par la création de plans d'épargne d'entreprises. Ces lois ont posé les jalons du mécanisme de l'actionnariat salarié tel que nous le connaissons aujourd'hui, néanmoins, et en dépit des moyens mis en œuvre, le bilan de la relance de l'actionnariat apparaît mitigé. Cette première phase de mise en œuvre de l'actionnariat salarié a été suivie d'une volonté de relance spécifique du seul actionnariat salarié à partir de 1970.

### b) Une seconde étape qui se caractérise par des tentatives de relance du mécanisme (de 1970 à 1986)

Cette relance s'est principalement manifestée à l'occasion du développement de formules d'actionnariat au sein des entreprises privées et publiques. Cependant, au-delà de l'enjeu de la diminution de la lutte des classes, l'idée de mettre l'épargne des salariés au service de l'autofinancement des entreprises est désormais mise en avant, le but étant d'éviter que celles-ci ne s'endettent de trop en ayant recours à l'emprunt pour pouvoir investir et faire face à la concurrence. La participation des salariés est désormais vouée à soutenir l'accélération de l'activité économique, elle doit profiter avant tout au progrès économique des entreprises. La participation à l'expansion doit être entendue comme une participation des salariés à une plus grande part du gâteau, certes, mais aussi comme une participation à l'effort nécessaire pour accroître toujours davantage le gâteau (Dusautoy, 1981, p.79).

---

[13] Ce texte prévoit la possibilité, par voie d'accord collectif, d'associer les salariés aux résultats de l'entreprise, les sommes distribuées aux salariés étant exonérées de charges sociales (Bruder, 2007, p.16).

[14] Ces plans étant toutefois facultatifs (à l'exception des sociétés de plus de 100 salariés où ils sont obligatoires), ils permettaient de collecter l'épargne salariale en l'assortissant d'un régime fiscal favorable à condition toutefois que les sommes distribuées restent bloquées pendant cinq ans (Bruder, 2007, p.17).

La relance de l'actionnariat salarié au sein des entreprises publiques telle que pratiquée à la régie nationale des usines Renault, puis élargie au personnel des banques nationales et entreprises nationales d'assurance et à des sociétés comme SNIAS et SNECMA a été rendue possible par la loi n° 70- 11 du 2 janvier 1970 ainsi que la loi n° 73-9 du 4 janvier 1973. Il s'agissait principalement de la distribution gratuite d'actions au personnel selon un dispositif de points tenant compte de l'ancienneté et des responsabilités au sein de l'entreprise. Malheureusement, le système ne rencontre pas le succès escompté puisqu'un grand désintéressement des salariés à l'égard de l'actionnariat a été constaté, les titres étant distribués de manière systématique aux salariés sans que ceux-ci n'aient à manifester une quelconque volonté de devenir actionnaires de leur entreprise.

Quant à la relance de l'actionnariat salarié dans les entreprises privées, Bruder (2007) constate que deux moyens ont été utilisés par les chefs d'entreprise pour rendre les salariés détenteurs des titres de leur entreprise : la distribution gratuite d'actions d'une part[15] (ce qui revenaient à forcer les salariés à devenir capitalistes malgré eux) et l'incitation à acquérir des actions par le biais d'avantages fiscaux et de rabais, en faisant appel à leur épargne (les salariés devenant actionnaires de leur plein gré).

Les dispositifs des plans d'options sur actions[16], les augmentations de capital réservées aux salariés[17], la transmission[18] de l'entreprise aux salariés ou encore le rachat[19] de l'entreprise par les salariés ont été formalisés par le législateur à cette époque.

[15] La loi du 24 octobre 1980 relative à la distribution d'actions gratuites en faveur des salariés des entreprises industrielles et commerciales visait à permettre la mise en place d'un actionnariat forcé puisque les sociétés étaient incitées à distribuer gratuitement des actions à leur personnel à hauteur de 3 % de leur capital. Ce système facultatif était jugé incitatif en ce qu'il permettait aux entreprises qui le mettaient en oeuvre de bénéficier d'une créance sur l'Etat de 65 % de la valeur de l'action. Cette créance portant intérêt était remboursable en 10 annuités constantes.

[16] La loi n° 70-1322 du 31 décembre 1970 instaure le mécanisme d'options de souscription ou rachat d'actions au bénéfice du personnel des sociétés, directement inspiré des «stock-option plan» anglo-saxons qui constituent une forme mixte d'intéressement et de participation au capital dans laquelle l'entreprise consent à son personnel le droit d'acquérir ses propres actions à conditions privilégiées. Plus concrètement, l'entreprise décide d'offrir à ses salariés la possibilité d'acquérir, pour une période déterminée, ses actions à un prix fixé et constant durant cette période. Les salariés bénéficiaires peuvent acquérir ces actions en levant les options qui leur sont consenties à titre individuel lorsqu'ils constatent que la valeur de leurs titres est supérieure au prix de l'offre. Le but de ce mécanisme était sans nul doute de consentir aux bénéficiaires un gain en capital ainsi que des avantages fiscaux.

Comme le souligne Alliot-Marie (1973, p.40), en institutionnalisant l'actionnariat salarié, les ordonnances de 1959 et 1967, suivies des lois de 1970 et 1973 ont ainsi transmis aux salariés des droits de contrôle et de décision qui étaient traditionnellement réservés aux actionnaires. Mais l'auteur regrette le fait que le législateur n'a pas vraiment imposé la participation des salariés à la décision. En effet, comme nous l'avons vu plus haut, l'ordonnance n°67-693 du 17 août 1967 oblige les entreprises de plus de cent salariés à faire participer les salariés aux fruits de leur expansion, mais elle ne prévoit l'attribution des actions aux salariés que comme une des modalités possibles (et non comme mode obligé) de cette participation. Et lorsque cette attribution a lieu, en fait le pourcentage des actions détenu par les salariés demeure infime par rapport à celui des dirigeants, de sorte que leur pouvoir est illusoire. La réalité de l'application pratique manifeste la timidité de l'intention du législateur, car il s'agit le plus souvent d'une forme de participation aux résultats financiers plutôt qu'au pouvoir et à la gestion (Alliot-Marie, 1973 ; Bruder, 2007). Le manque d'audace du législateur pourrait s'expliquer selon ces auteurs par l'absence d'accord sur les objectifs et les finalités qu'une telle réforme nécessiterait. Car si les trois objectifs du législateur, faire participer les salariés aux résultats financiers, leur permettre une participation limitée à la décision, les intégrer par l'épargne et l'investissement à la vie économique nationale, peuvent être rapprochés au moins pour les deux premiers, de ceux des salariés et, au moins pour le premier, de ceux des chefs d'entreprise, les finalités sont différentes. Quand les salariés revendiquent le partage des profits ou celui du pouvoir, ils cherchent à se faire reconnaître dans l'entreprise comme autre chose qu'un facteur de production. Quand les chefs d'entreprise mettent en place des formules d'intéressement

---

[17] La loi n° 73-1196 du 27 décembre 1973 permet aux entreprises de réserver des augmentations de capital à l'ensemble de leurs salariés ou de leur proposer l'achat en bourse de leurs propres actions. Les titres ainsi acquis sont obligatoirement nominatifs et restent, sauf exception, incessibles pour une période de cinq ans. Ces acquisitions peuvent se faire à titre individuel ou par l'intermédiaire de fonds communs de placement d'entreprise. On retrouve une fois encore le caractère incitatif de cette mesure puisque le salarié bénéficie d'une décote de 10 % sur son prix d'acquisition ou de souscription du titre ainsi que d'une exonération d'impôt sur le revenu dans un certain plafond, à cela peut s'ajouter un abondement éventuel de l'entreprise. Ce caractère incitatif profite également à cette dernière si elle fournit ledit abondement puisqu'une déduction fiscale à hauteur de 3000 francs par salarié et par an est prévue. A cela peut s'ajouter une exonération de cotisations sociales pour l'abondement et le rabais consenti.

[18] La loi n° 76-1232 en date du 29 décembre 1976 institue par son article 13 la possibilité d'établir un don manuel d'action entre les propriétaires de l'entreprise et les salariés. Ce système avait essentiellement pour dessein de favoriser la transmission de l'entreprise aux salariés en permettant un abattement de 10 000 francs pour le calcul des droits de succession mais restait toutefois subordonné à un agrément du ministère de l'économie et des finances.

[19] La loi du 9 juillet 1984 ayant trait au développement de l'initiative économique et permettant le rachat de l'entreprise par ses salariés. Ce système largement inspiré de celui du LMBO anglo-saxon était assorti de fortes incitations fiscales pour permettre aux salariés de racheter leur entreprise par l'intermédiaire d'une société holding créée à cette fin et dont ils deviennent actionnaires.

ou de détention de titres par les salariés, c'est souvent pour assurer l'expansion financière de l'entreprise. Mais quand le législateur, en instituant l'actionnariat salarié, vise les mêmes objectifs, la finalité qui le guide est une finalité sociale : mettre fin aux antagonismes sociaux entre le capital et le travail, entre les dirigeants et les salariés.

Alliot-Marie (1973) regrette ainsi que le législateur a évité à cette époque de remettre en cause la vision dichotomique du 19ième siècle analysant l'entreprise comme la rencontre entre le capital et le travail, et ce malgré la volonté affichée dans les discours. Ne remettant en question ni les questions idéologiques du 19ième siècle, ni leur expression juridique, ne répondant ni aux évolutions de la société et de l'économie, ni aux finalités poursuivies par les intéressés eux-mêmes, les principes posés à plusieurs reprises par le législateur n'ont pas réussi à créer un intérêt suffisant pour justifier une grande rigueur dans leur application, ni à inspirer une extension dans le droit. Les quelques réussites notables n'ont pas suffi à créer un véritable effet d'entraînement.

Ainsi, le bilan de la phase de relance de l'actionnariat salarié reste encore une fois mitigé, bien que les mesures revêtent une certaine ampleur. Ce n'est que lors du mouvement des privatisations de la fin des années 80 qui le mécanisme de l'actionnariat salarié a vraiment pris son envol en France : les conditions fortement incitatives favorisant l'acquisition des titres par les salariés ont permis un vrai décollage du phénomène (Chérioux, 1998-1999 ; Bruder, 2007).

### c) Depuis les vagues de privatisations (de 1986 à 1994), priorité à la participation financière

La loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations[20], complétée par l'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1986 relative à l'intéressement et à la participation des salariés aux résultats de l'entreprise et à l'actionnariat salarié ont rénové le cadre de la participation et de l'actionnariat salarié, principalement par la transformation des PEE de l'ordonnance du 17 août 1967 en véritables plans d'actionnariat. Cette loi prévoit deux nouveautés favorables à l'actionnariat salarié. Premièrement, un régime fiscal et social avantageux est prévu pour les sommes investies dans le PEE, ce qui va encourager le développement de l'épargne salariale investie en actions de l'entreprise. Deuxièmement, elle prévoit un régime spécifique d'augmentation de capital réservée aux salariés adhérant

[20] Celle-ci imposait en ses articles 11 et 12 que 10% du montant des titres mis sur le marché soient réservés aux salariés. Ces derniers avaient en outre la faculté de bénéficier d'un rabais de 20 % sur le prix de l'action à conditions toutefois que ces titres demeurent bloqués pendant deux années. Enfin, outre des délais de paiement, l'entreprise pouvait leur consentir une distribution d'actions gratuites.

au PEE, notamment une décote maximale de 20 % sur le prix de référence des actions est autorisée, en plus des avantages fiscaux et sociaux du PEE (Bruder, 2007, p.21-22).

Grâce aux avantages évoqués, très incitatifs pour les salariés dans le cadre des lois régissant les privatisations, la relance de l'actionnariat salarié commence à devenir manifeste. Par ailleurs, la participation des salariés à la gestion de leur entreprise n'est pas en reste puisqu'une seconde ordonnance en date du 21 octobre 1986[21] modifie la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 favorisant l'entrée des salariés parmi les administrateurs ou membres du conseil de la société.

Trois autres dispositifs légaux ont joué un rôle signifiant pour le développement de l'actionnariat salarié : une deuxième loi de privatisation en date du 19 juillet 1993 qui modifie[22] les conditions d'attributions d'actions gratuites lors des privatisations, la loi n°94-640 du 25 juillet 1994 [23]relative à l'amélioration de la participation des salariés dans l'entreprise ainsi que la loi n° 886-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de

21 Le législateur avait déjà cherché à favoriser cette entrée mais sans succès. La loi de démocratisation du secteur public du 26 juillet 1983 a introduit la participation des représentants des salariés avec voix délibérative aux conseils d'administration et aux conseils de surveillance des sociétés anonymes du secteur public. Cette ordonnance va donc plus loin en prévoyant aussi la possibilité d'introduire une clause (facultative certes) dans les statuts des sociétés privées permettant la désignation d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance élus par les salariés.

22 Cette loi reprend les dispositions de la loi de 1986 en procédant cependant à quelques modifications. Il s'agit de la création d'une commission de privatisation qui a pour objectif de « déterminer la valeur des entreprises faisant l'objet des opérations de privatisation » et « de se prononcer, pour les opérations hors marché, sur le choix de l'acquéreur ». Par ailleurs, la loi reprend les mêmes conditions de rabais, de délai de paiement et d'incessibilité des titres que celles posées par la précédente loi de privatisation. L'article 10 de la loi de 1993 modifie l'article 12 de la précédente loi en précisant que l'attribution d'action gratuite suppose désormais que le salarié ait conservé les titres justifiant cette attribution « au moins un an à compter de la date à laquelle cette action s'est trouvée à la fois cessible et intégralement payée ».

23 La loi de 1994 introduit en effet de manière obligatoire et non facultative des représentants des salariés au sein du conseil d'administration des sociétés. Elle oblige en outre à la convocation d'une AGE pour se prononcer sur l'introduction dans les statuts d'une clause prévoyant qu'un ou deux administrateurs doivent être nommés parmi les salariés actionnaires (et non plus de simples représentants des salariés) si le capital détenu par le personnel de la société atteint les 5%, en leur donnant par ailleurs la possibilité d'effectuer un stage de formation économique de cinq jours. Les PEE deviennent plus attractifs grâce à l'augmentation du plafond de l'abondement versé par l'entreprise. La création du conseil supérieur de la participation est décidée ayant pour mission d'étudier les différents systèmes de participation et de formuler des recommandations pour favoriser leur développement.

placement collectif en valeurs mobilières visant une harmonisation de la réglementation applicable aux FCPE et aux FCP[24] (Bruder, 2007, p.24).

L'ensemble des réformes menées durant cette période ont ainsi permis de relancer significativement l'actionnariat salarié, instaurant des avantages considérables pour favoriser l'acquisition des actions par les salariés. Cependant, ce n'est qu'à partir de la loi Fabius en date du 19 Février 2001 que le phénomène a réellement pris son envol.

### d) Le nouveau souffle de l'actionnariat salarié au 21ième siècle

La loi Fabius du 19 février 2001 a effectivement favorisé le développement de l'épargne salariale qui permettait aux salariés de financer l'acquisition de leurs titres par le biais des plans d'épargne d'entreprise et des augmentations de capital. Ces dernières sont en effet devenues impératives[25] aux profits des salariés. Le développement considérable des plans d'épargne d'entreprise visait un double objectif : la mise en place de l'épargne salariale dans les petites et moyennes entreprises (qui ne pouvaient jusqu'alors faire profiter leurs salariés de ce système faute de moyens) *via* la création de deux nouveaux mécanismes d'épargne salariale, le plan d'épargne inter-entreprises (PEI)[26] et le plan d'épargne

[24] Avant cette loi, deux types de fonds coexistaient. Le premier, issu de la loi n° 67-694 du 17 août 1967, visait à assurer la gestion des placements issus de la participation ou recueillis sur le PEE. Le second, crée en 1979, était plus « généraliste » et n'assurait pas exclusivement la gestion de l'épargne salariale. La loi de 1988 a clarifié le système en instituant les FCPE « diversifiés » d'une part (fonds constitués en vue de gérer les sommes investies par les salariés, soit dans le cadre de la participation, soit dans le cadre du PEE, ainsi que les sommes investies dans le cadre de l'émission ou de l'achat en bourse d'actions de la société réservées aux salariés) et les FCPE « actionnariat » d'autre part (dont le portefeuille est exclusivement constitué de titres émis par la société). Cette dernière formule est propre aux salariés d'une même entreprise alors que la première s'adresse à une multitude d'entreprises. Cette clarification du mécanisme de fonds communs de placement a permis de banaliser l'épargne salariale en en simplifiant son utilisation par les entreprises, en leur donnant ainsi la possibilité de rendre l'utilisation des FCPE plus fréquente.

[25] La loi Fabius oblige l'assemblée générale «à se réunir tous les trois ans pour réaliser des augmentations de capital (…) si (…) les actions détenues par le personnel de la société et des sociétés qui lui sont liées aux sens de l'article représentent moins de 3% du capital».

[26] Le PEI est « conclu à un niveau supérieur de l'entreprise, soit entre plusieurs entreprises nommément désignées, soit au niveau local soit au niveau professionnel, soit en combinant ces deux derniers critères ». L'avantage de cette disposition a été de développer l'épargne au sein des entreprises de moins de 50 salariés qui ne pouvaient jusqu'à présent faire profiter leurs salariés de l'épargne salariale, la mise en place de ces plans étant particulièrement coûteuse. Elle permet également d'étendre le bénéfice de l'épargne salariale à plus grand nombre de salariés par l'instauration d'un livret d'épargne d'entreprise (LES) dans la mesure où ce dernier permet d'élargir les cas de transfert de l'épargne aux salariés qui changent d'entreprise.

salariale volontaire (PPESV)[27] qui servira, de son coté, à introduire timidement les plans d'épargne à long terme permettant aux salariés de préparer certains projets tels que leurs retraites. Le PPESV sera remplacé par le plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO)[28] par la loi du 21 août 2003 portant réforme des retraites.

La loi Fabius a été complétée par les dispositions de la loi de modernisation sociale n°2002- 73 du 17 janvier 2002 qui prévoit un droit d'accès impératif des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance lorsque le capital détenu par ces derniers a franchi le seuil des 3%. Il faut pourtant souligner que ce dispositif est resté soit disant facultatif puisque le décret d'application qui y est relatif n'était pas publié.

Ainsi, toutes ces réformes législatives voulues par les gouvernements successifs, depuis les ordonnances de Charles de Gaulle jusqu'à la loi Fabius, ont indéniablement permis à l'actionnariat salarié de prendre son envol, avec l'ambition du législateur d'associer les salariés à la gestion et au capital de l'entreprise. Vieille de plus de cinquante ans, cette ambition s'est manifestée de façon récurrente avec un succès inégal au gré des réformes concernant tantôt le droit des sociétés, tantôt le droit du travail, en 1966, en 1980, en 1986, en 1994, en 2001, en 2002. Néanmoins, il faut constater qu'une réelle participation à la gestion semblait toujours faire défaut et le mécanisme apparaissait toujours trop peu démocratisé, les salariés bénéficiant du mécanisme étant souvent des cadres ou salariés de très grandes entreprises[29]. En effet, le développement de la participation à la gestion a été

---

[27] Le PPESV a pour objectif de répondre à un double besoin : celui du financement stable de l'économie et celui des salariés qui peuvent ainsi réaliser des projets importants tels que la préparation de leur retraite puisque la loi impose que « les sommes ou valeurs inscrites aux comptes des participants au plan doivent être détenues dans celui-ci jusqu'à l'expiration d'un délai minimum de dix ans à compter du premier versement». On a longtemps soupçonné le PPESV d'être une introduction déguisée d'une forme de fonds de pension. Le débat avait d'autant plus de résonance que se posait le problème du financement à terme du système de retraite par répartition.

[28] Toutefois, ce plan ne peut prévoir l'acquisition de parts de fonds communs de placement régis par l'article L.214-40 du code monétaire et financier. Autrement dit, il ne s'agit pas d'une disposition relative à l'actionnariat salarié puisque, rappelons le, le salarié doit être détenteur de titres de son entreprise. Or, acquérir des parts de fonds communs diversifiés n'est pas constitutif de l'actionnariat salarié. Il est également possible en parallèle pour toute personne, à titre privé ou dans le cadre de son activité professionnelle, de souscrire à un ou plusieurs produits d'épargne en complément des régimes de retraites. Il s'agit d'un plan d'épargne retraite populaire (PERP) auquel on peut souscrire auprès d'une entreprise relevant du code des assurances. Ce nouveau plan a pour ambition de faire en sorte que « les sommes ou valeurs inscrites aux comptes des participants doivent être détenues jusqu'au départ en retraite ». La volonté d'introduire des systèmes complémentaires au système de retraite par répartition ne se cache donc plus.

[29] C'est pourquoi une série de lois postérieures ont vu le jour afin de développer le mécanisme à grande échelle. La loi de finances pour 2005 datée du 30 décembre 2004 prévoit une augmentation accrue de la possibilité de distribuer des actions gratuites au personnel salarié dans la limite de 10% du capital social pour une durée minimale de deux ans. Puis, la loi n° 2005-842 du 26 Juillet 2005 vient renforcer le mécanisme de l'actionnariat

pendant longtemps mis de côté en dépit de l'intention avouée d'associer davantage les salariés à la gestion. Ce n'est qu'avec les dispositions de la loi du 30 décembre 2006 que celle-ci s'est vue améliorée.

La loi n°2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié qui a fait l'objet d'une large concertation et portant diverses dispositions d'ordre économique et social vise à mieux associer les salariés à la stratégie de l'entreprise et à davantage les impliquer dans son fonctionnement quotidien.

Ce texte rappelle également que le succès d'une politique de participation repose sur trois piliers : la participation aux décisions, la participation aux résultats et la participation au capital, et suppose le maintien du principe du blocage à cinq ans de l'épargne, pour aider les salariés, notamment les plus modestes, à se constituer l'épargne indispensable à la réalisation de leurs projets, mais également pour favoriser le financement des entreprises.

Sans décrire cette loi de manière exhaustive, on peut souligner les mesures les plus emblématiques ( *www.afg.asso.fr* ) :

1. **La création d'un dividende du travail** (Art. 1ier, 2, 20 et 34) reposant sur cinq principes :

- la possibilité donnée aux entreprises qui le souhaitent de verser un supplément d'intéressement ou de participation ;
- le transfert des droits inscrits à un compte épargne-temps vers un plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO) ou un plan d'épargne d'entreprise (PEE) avec lissage de l'imposition correspondante sur quatre ans ;
- la possibilité d'affecter les actions attribuées gratuitement à un PEE et de bénéficier ainsi des conditions fiscales avantageuses du plan d'épargne ;
- le rappel de la possibilité d'améliorer la formule légale de la participation par l'utilisation d'une formule dite dérogatoire ;
- la possibilité de percevoir les dividendes ou les coupons attachés aux titres de l'entreprise inscrits à l'actif des OPCVM d'actionnariat salarié.

salarié au sein des PME en autorisant aux sociétés non cotées de concéder une décote de 20 ou 30% sur les actions qui seront distribuées dans le cadre d'une augmentation de capital réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise.

2. **L'intéressement de projet** (Art. 4).

Grâce à ce dispositif, des entreprises juridiquement indépendantes mais concourant ensemble à une activité caractérisée et coordonnée pourront, si elles disposent déjà séparément d'accords d'intéressement pour l'ensemble de leurs salariés, proposer à ceux engagés sur un projet commun particulier un nouveau type d'intéressement.

3. **La participation de branche** (Art. 5).

Conscient de la faible diffusion des outils de l'épargne salariale dans les PME, le législateur a souhaité qu'avant le 31 décembre 2009, l'ensemble des branches professionnelles ait négocié un accord de participation auquel pourront adhérer les PME concernées sur une base volontaire. La mise en œuvre de cette mesure sera régulièrement contrôlée par le Conseil Supérieur de la Participation (CSP) qui voit ainsi ses prérogatives étendues.

4. **La faculté d'affecter à son PEE les actions attribuées gratuitement** (Art. 34).

Dès lors qu'elles seront distribuées à l'ensemble des salariés et à l'issue de la période d'acquisition de deux ans, les actions attribuées gratuitement pourront être affectées à un PEE dans la limite d'un montant égal à 7,5% du plafond annuel de la Sécurité Sociale et bénéficier ainsi de la fiscalité avantageuse du plan d'épargne.

5. **Le mécanisme de reprise des entreprises** (Art. 37 et 38).

Pour favoriser leur transmission, la loi crée un nouveau mécanisme de reprise d'entreprise par les salariés (RES). Un PEE pourra ainsi référencer un fonds dédié au rachat des titres de l'entreprise à transmettre, directement ou *via* l'intermédiaire d'une holding de reprise, aux deux conditions suivantes :

- au moins 15 salariés, ou 30% d'entre eux si l'entreprise compte moins de 50 salariés, participent à l'opération de rachat ;
- l'accord précise l'identité des salariés impliqués dans l'opération, le contrôle final de l'entreprise et le terme de l'opération.

L'actif du fonds pourra alors être investi à 95% en titres de l'entreprise et la holding de reprise bénéficiera d'un crédit d'impôt égal au montant de l'impôt sur les sociétés dû par la société rachetée au titre de l'exercice précédent, dans la proportion des droits sociaux que les salariés de la société rachetée détiennent indirectement dans le capital de cette dernière et dans la limite du montant des intérêts des emprunts contractés.

6. **La nouvelle architecture de l'épargne salariale** (Art. 17).

Avec la nouvelle loi, le PEE et son corollaire ayant pour échéance l'âge du départ à la retraite, le PERCO, sont reconnus comme les deux grands réceptacles de la participation financière des salariés.

L'architecture de l'épargne salariale est en effet grandement simplifiée puisque désormais tout accord de participation conclu après la publication de la loi devra nécessairement offrir à ses bénéficiaires la possibilité d'effectuer leurs placements au travers d'un plan d'épargne d'entreprise. Il en résultera une plus grande sécurisation des avoirs des salariés épargnants.

En effet, cette loi tente de développer l'intéressement et la participation nécessaires à certains salariés pour l'acquisition de titres de leurs entreprises. Ensuite, la loi tend à développer l'actionnariat salarié lui-même par divers moyens. On compte notamment parmi ceux-ci le versement d'actions gratuites au sein d'un PEE, le renforcement du dispositif de livret d'épargne salariale, la restriction de la disponibilité des stock-options, le projet de mise en œuvre de l'intéressement au sein de la fonction publique ainsi que l'amélioration de l'information et de la question démocratique (Bruder, 2007). La loi prévoit également la transmission d'entreprise ainsi que le développement du PERCO au moyen de l'actionnariat salarié.

Elle a également amélioré la représentation des actionnaires salariés au sein des entreprises imposant aux sociétés dont plus de 3% du capital social est détenu par les salariés de prévoir l'élection d'un ou plusieurs administrateurs[30] (ou membres du conseil de surveillance) parmi les actionnaires salariés. Ainsi, la volonté d'accroître l'épargne salariale ainsi que l'actionnariat salarié est évidente[31].

---

[30] Effectivement, la législation impose que lorsque l'actionnariat salarié détient 3% ou plus du capital d'une société cotée, la société doit organiser l'élection d'un représentant des actionnaires salariés au Conseil d'Administration ou de Surveillance de l'entreprise. Toutefois, en France, dans le cas où un représentant des salariés et déjà membre du Conseil d'Administration ou de Surveillance de l'entreprise, l'entreprise n'est pas obligée de procéder également à l'élection d'un administrateur représentant les salariés actionnaires. En ce qui concerne la bonne gouvernance de l'entreprise, cette situation pose deux problèmes car d'une part, elle n'exclut pas la possibilité des cas de figure où les salariés actionnaires ne seraient pas représentés dans les organes de gestion de l'entreprise, puis elle peut aussi empêcher la représentation des salariés actionnaires hors de France, à l'heure où les sociétés françaises sont de plus en plus implantées à l'étranger.

[31] Néanmoins, certaines mesures telles que l'instauration d'un dividende du travail relèvent plutôt de l'effet d'annonce. Par ailleurs, de nombreux éléments de cette loi apparaissent peu cohérents puisque celle-ci comporte diverses dispositions d'ordre économique et social sans grand rapport avec l'actionnariat salarié. Aussi, elle semble plutôt avoir vu le jour afin de servir de remède à la crise de l'emploi et du pouvoir d'achat en permettant de compléter le ralentissement de la croissance des salaires par l'attribution d'actions ou par le mécanisme de rachat

Plus récemment, la loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail exige des entreprises qu'elles proposent à leurs salariés un nouveau dispositif d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié ou une amélioration de ceux-ci lors de l'attribution d'options sur actions ou d'actions gratuites aux dirigeants sociaux.

d'entreprise. Par ailleurs, elle semble avoir servi de tremplin à l'essor considérable du système de retraite par capitalisation.

## B. Fonctionnement de l'actionnariat salarie dans les entreprises françaises

Comme nous venons de le voir, deux facteurs ont permis le véritable essor de l'actionnariat salarié au sein des entreprises françaises : d'une part, il s'agit des différents mouvements de privatisation, d'augmentations de capital et de distribution d'actions gratuites, d'autre part, il faut souligner l'important effort fourni par le législateur pour développer l'épargne salariale en général et démocratiser l'accès à l'actionnariat salarié en particulier, surtout depuis la loi Fabius du 19 février 2001.

Cette rétrospective va nous permettre de mieux mettre en perspective le fonctionnement de l'actionnariat salarié tout comme le fait que ce mécanisme répond aux défis économiques et sociaux d'actualité. En effet, toutes les initiatives du législateur en la faveur de la participation des salariés étaient justifiées par la volonté de développer l'actionnariat salarié comme source de financement complémentaire pour les entreprises françaises assurant de même une certain stabilité de leur capital. L'actionnariat salarié contribue de même au partage de la valeur créée par l'entreprise envers ses salariés, permettant ainsi une meilleure répartition des fruits de l'effort commun. C'est un élément important pour compléter le retard de la croissance des salaires tout comme pour la mise en place d'un système de retraite par capitalisation. De toute évidence, les questionnements quant au rôle potentiel de l'actionnariat salarié sont très forts en cette période de globalisation des échanges économiques assortie de la transition d'un capitalisme financier vers une nouvelle forme de capitalisme patrimonial (Gomez & Korine, 2009 ; Gomez, 2009).

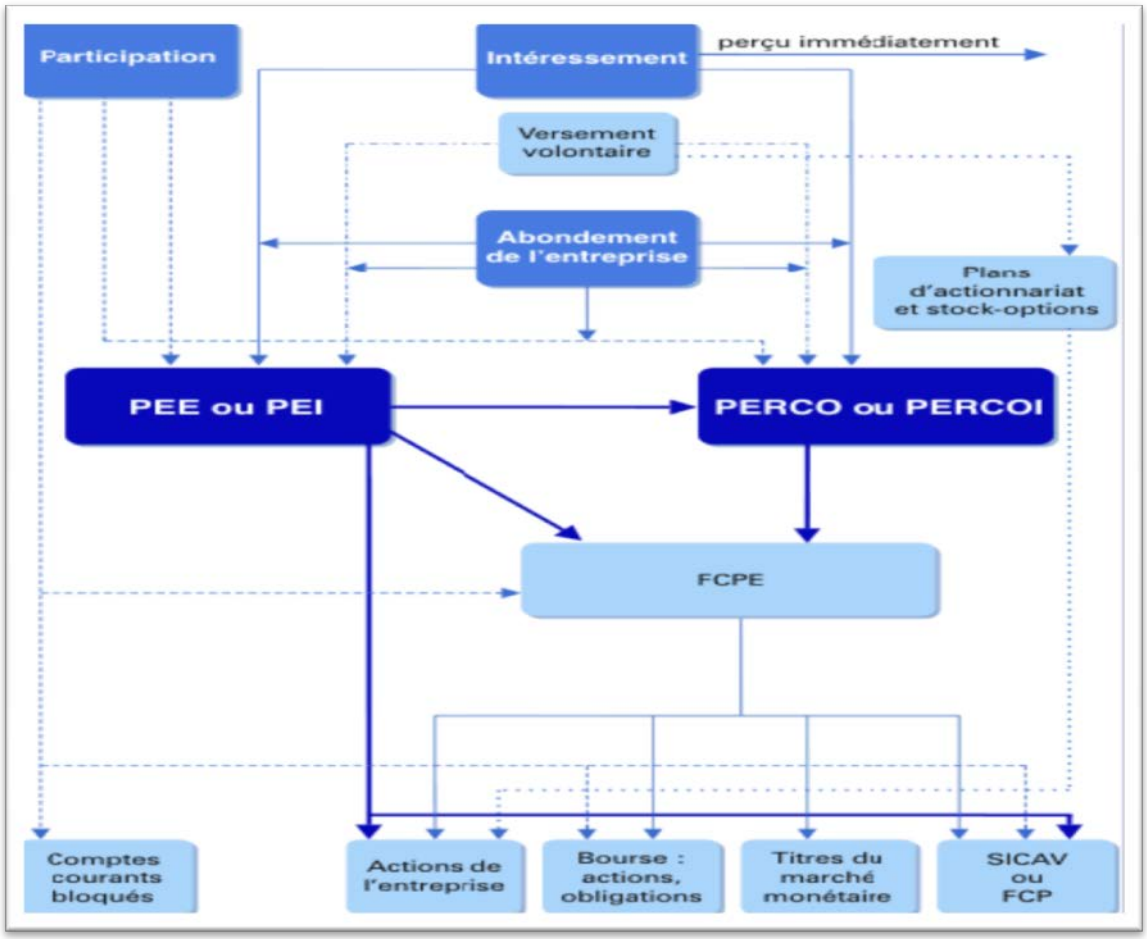
### a) La place de l'actionnariat salarié dans le circuit de l'épargne salariale

Le système de l'épargne salariale étant assez complexe du point de vue juridique et législatif, le schéma suivant retrace dans les grandes lignes les principaux mouvements possibles et montre les interconnexions entre l'intéressement, la participation et les plans d'actionnariat salarié. Pour une présentation plus détaillée des flux et des modalités particulières de chacun de ces trois mécanismes, se référer à l'annexe n°4 de notre thèse.

Comme représenté dans la *figure 1*, la détention des actions peut se faire pour les actionnaires salariés via trois schémas :

1. Soit indirectement *via* un support collectif, tel qu'un Fonds Commun de Placement d'Entreprise ou une SICAVAS (SICAV d'Actionnariat Salarié), les versements des salariés permettent de souscrire des parts de ce support investi en titres de l'entreprise ;
2. Soit directement au nominatif lorsque les actions sont versées dans un Plan d'Epargne Entreprise ou d'un Plan d'Epargne Groupe ;
3. Soit directement sous forme nominative, ou sous toute autre forme, durant une période d'incessibilité résultant de dispositions législatives.

**Figure 1 : Le circuit de l'épargne salariale**




*Source :* site web de La Documentation Française

En effet, comme notre étude historique de la mise en place de la participation et de l'actionnariat salarié en France l'a révélé, le dispositif de l'actionnariat salarié a été principalement mis en place en utilisant des mécanismes incitatifs permettant aux salariés d'acquérir des actions de leur entreprise à conditions préférentielles, sous réserve de respecter une durée d'incessibilité de ces titres.

Par conséquent, les actionnaires individuels, autrement dit, les salariés qui achètent des actions de leur entreprise de manière individuelle[32], en dehors de tout instrument visant au développement[33] de l'actionnariat salarié sont exclus de cette définition.

L'actionnaire salarié serait donc « *un salarié ou ancien salarié qui détient des actions de son entreprise, acquises avec l'aide de l'entreprise et qui bénéficie de certains avantages fiscaux et sociaux en contrepartie d'une incessibilité de ses titres durant une certaine période* »[34] (Bruder, 2007).

L'analyse de la législation ayant permis le développement de l'actionnariat salarié ces dernières années en France montre que des dispositifs tels que la distribution d'actions gratuites ou les plans d'options de souscription d'actions ont pu être considérés comme étant des mécanismes d'actionnariat salarié, sous réserve que les actions acquises demeurent incessibles durant une certaine période déterminée à l'avance. Il est vrai néanmoins, qu'en pratique, certains organismes considèrent que les stock-options ou la

[32] Selon la FAS, lorsqu'un salarié achète des actions de son entreprise sur les marchés financiers, il se comporte en actionnaire individuel et non en « actionnaire salarié », par conséquent, il ne dispose d'aucun avantage particulier.

[33] Les mécanismes visant au développement de l'actionnariat salarié ne se limitent pas seulement au plan d'épargne d'entreprise car certaines sociétés, démunies de tels plans faute de moyens, permettent néanmoins le développement de l'actionnariat salarié. L'actionnariat salarié se développe essentiellement par le biais de mécanismes financièrement incitatifs qui supposent un blocage des titres durant une certaines période (tel est le cas de la distribution d'actions gratuites, des augmentations de capital réservées, voire des mécanismes de privatisations).

[34] Bruder (2007) souligne pourtant que cette définition diverge de la définition légale de l'article L. 225-102 du code de commerce. En effet, selon cet article, seuls les salariés et anciens salariés détenant par le biais de plan d'épargne et d'OPCVM, les salariés détenant les titres acquis à l'occasion d'opérations de privatisations ou de rachat d'entreprise constitueraient des actionnaires salariés. Or, cette liste est exclusive des salariés détenteurs d'actions gratuites, de stock-options et des détenteurs d'actions issues d'augmentations de capital que le salarié détiendrait en direct. Il conviendrait donc selon l'auteur de modifier cette dernière dans la mesure où elle ne constitue plus le reflet de la réalité concernant la prise en compte du nombre de salariés détenteurs du capital de leur entreprise.

distribution d'actions gratuites ne rentrent pas dans le cadre de l'actionnariat salarié si les titres ne sont pas détenus au sein du plan d'épargne d'entreprise[35].

### b) La progression de l'actionnariat salarié : quelques données statistiques

Comme le souligne le rapport Chérioux (1998-1999), les sources d'informations sur l'actionnariat salarié en France ne sont pas multiples. On peut toutefois trouver certaines informations du coté de la DARES, de l'INSEE et de l'AMF ainsi qu'en consultant les données statistiques publiées par la Fédération des Associations d'Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS)[36] et l'Association Française de Gestion Financière (AFG). Il y a eu aussi ces dernières années quelques enquêtes opérées par des cabinets de conseils ou par des sociétés de gestion, les plus connues étant les rapports, études et baromètres réalisés par Capital Ingenium, Aon Hewitt, BNP Paribas – Altedia, la FAS et TNS SOFRES. Au niveau européen, les publications et les recensements réalisés par la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié sont une source d'informations d'une grande richesse permettant de suivre l'évolution de l'actionnariat salarié et de la participation financière dans les pays membres de l'Union Européenne.

#### • Les chiffres concernant l'évolution de l'actionnariat salarié en France

Selon les informations publiées par la FAS dans la dernière édition du *Guide de l'Actionnaire Salarié, de l'Epargne Salariale et de l'Epargne Retraite*, la France compte en 2011 près de 12,2 millions de comptes d'épargne salariale avec environ 2,8 millions de salariés et anciens salariés qui sont actionnaires d'une société. Le nombre d'actionnaires

[35] Selon la FAS, l'actionnaire salarié serait « un salarié ou ancien salarié, français ou non, d'une entreprise de droit français ou d'une entreprise de toute nationalité, liée ou anciennement liée à une entreprise de droit français, qui a choisi volontairement d'investir une partie de son épargne dans les actions de son entreprise ou d'entreprises liées, qu'il détient directement au nominatif ou indirectement par l'intermédiaire de tout réceptacle collectif d'actionnariat salarié, y compris s'il a bénéficié, de la part de son entreprise ou d'entreprises liées, d'un financement partiel ou total: abondement, décoté, actions gratuites substituées à l'abondement ou à la décote, actions gratuites conditionnées à la conservation d'autres actions acquises, actions gratuites attribuées à tous les salariés ayant plus de 3 mois d'ancienneté et respectant les proportions légales entre les attributaires, dans le cadre d'un mécanisme d'acquisition réservé à tous les salariés et anciens salariés et ce, quel que soit le pays de résidence du salarié, dès lors que la réglementation de ce pays permet la mise en œuvre de ce mécanisme de manière simple et à un coût raisonnable. Le décompte des actions de l'entreprise possédées par ses actionnaires salariés et anciens salariés additionne toutes les actions ainsi détenues par ceux-ci ».

[36] La Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés (FAS) a été créée en 1994 et regroupe les sociétés très impliquées dans la démarche de l'actionnariat salarié comme par exemple la Société générale, Rhône-Poulenc, Saint-Gobain, Elf-Aquitaine, le Crédit lyonnais, BNP-Paribas, etc.

individuels (y compris les actionnaires salariés) est évalué à 6,7 millions, est reste stable (FAS, 2009-2010, 2011).

Le tableau 1 que nous avons construit en croisant plusieurs sources d'information disponibles permet de suivre l'évolution des encours de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié en France depuis 2006 jusqu'au 31 décembre 2011[37].

Ainsi, selon les statistiques fournies par l'Association Française de la Gestion financière (AFG), au 31 décembre 2011 les encours d'épargne salariale se maintiennent à plus de 85 milliards d'euros[38], malgré une conjoncture économique défavorable et la chute des marchés financiers, tandis que les fonds solidaires et les fonds ISR poursuivent leur progression[39]. Au 31 décembre 2011, les fonds diversifiés représentent 62 % des encours contre 38% pour les fonds d'actionnariat salarié.

Les PME continuent à s'équiper, avec plus de 260 000 entreprises qui offrent un dispositif d'épargne salariale (+17 000 entreprises, soit + 7%). Rappelons au passage que depuis 2009 la participation peut être immédiatement perçue et qu'elle n'est plus obligatoirement épargnée. Les salariés continuent cependant à s'appuyer largement sur la participation pour se constituer une épargne puisque seulement un tiers d'entre eux demande à la percevoir immédiatement.

Les versements sur des dispositifs d'épargne salariale ont atteint 16,3 milliards d'euros en 2011, contre 13,3 milliards en 2010. Cette progression de plus de 20% repose sur l'augmentation du nombre de salariés qui bénéficient d'un plan d'épargne (PEE et/ou PERCO) et le rebond des résultats des entreprises en 2010 par rapport à 2009. Il faut souligner aussi la forte progression des versements volontaires des salariés : +24% (hors participation et intéressement).

---

[37] Une rapide analyse de ces statistiques nous fait remarquer, pour l'année 2008, une forte baisse des encours des fonds de l'épargne salariale (-18,5%) tout comme des encours de l'actionnariat salarié (-30,7%). Néanmoins, ces baisses sont dues à la forte chute des marchés boursiers, ne signifiant pas forcément une éventuelle désaffection des salariés en ce qui concerne l'épargne salariale en général et l'actionnariat salarié en particulier car une augmentation du nombre de détenteurs de l'épargne salariale est observée en 2008 (+5,5%). Ceci se confirme avec l'analyse de l'évolution des montants des encours de l'épargne salariale (+18,71%) et de l'actionnariat salarié (16,59%), du nombre des entreprises ayant un dispositif d'épargne salariale (+9%) et du nombre de détenteurs (+2,6%) pour l'année 2009, en nette progression par rapport à 2008, malgré un contexte économique encore fragile en 2009.

[38] A titre de comparaison, la capitalisation du CAC 40 début août 2011 était de 873 mlrds d'euros.

[39] Les actifs placés dans les fonds solidaires continuent à progresser : en 2011, le montant investi est passé de 1,5 milliard à 1,7 milliard d'euros, soit une progression de 13%. La progression est également marquée pour les Fonds d'Investissement Socialement Responsable (ISR), dont l'encours est de 10,2 milliards d'euros (+17% en 2011), soit près de 20% de l'épargne salariale (hors actionnariat salarié). Plus des trois-quarts de l'encours ISR sont placés sur des fonds labellisés par le Comité Intersyndical de l'Epargne Salariale (source : AFG).

**Tableau 1 : L'évolution de l'actionnariat salarié en France (2006 – 2011)**

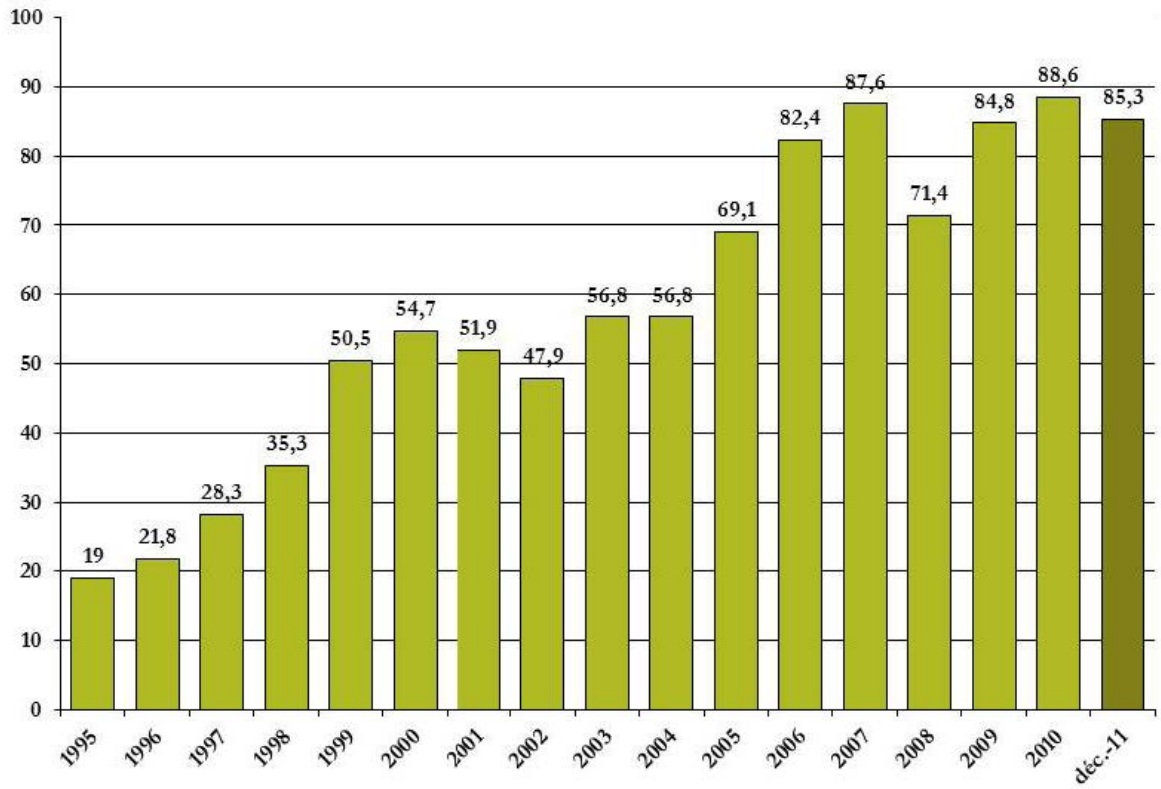
| Montants des encours, nombre de fonds, nombre de détenteurs de l'*épargne salariale* et de l'*actionnariat salarié* (les montants indiqués sont en mlds d'€) | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Total des encours d'*épargne salariale* (FCPE & SICAV, PEE & PERCO, y compris l'*actionnariat salarié*[40]) | 85,33 | 88,6 | 84,8 | 71,43 | 87,64 | 82,38 |
| Montants des encours de l'*actionnariat salarié* | 32,29 | 36,04 | 35,38 | 30,02 | 43,33 | 43,17 |
| % encours de l'*actionnariat salarié* par rapport au total des encours de l'*épargne salariale* | 37,8% | 40,7% | 42% | 42,0% | 49,4% | 52,4% |
| Nombre de fonds dédiés à l'épargne salariale (FCPE et SICAV, y compris les fonds dédiés à l'*actionnariat salarié*) | 2385 | 2392 | 2433 | 2604 | 2645 | 2688 |
| Nombre de fonds dédiés à l'*actionnariat salarié* (FCPE d'*actionnariat salarié* et SICAVAS) | 814 | 768 | 776 | 834 | 859 | 885 |
| % de fonds dédiés à l'*actionnariat salarié* par rapport au total de fonds dédiés à l'épargne | 34,1% | 32,1% | 31,9% | 32,0% | 32,5% | 32,9% |
| Total des versements annuels (participation, intéressement, versements volontaires des salariés et abondement des entreprises) dans l'*épargne salariale* | 16,3 | 13,3 | 11,8 | 14,5 | 13,9 | 12,9 |
| Nombre de personnes détenant de l'*épargne salariale* (mln) | 12,2 | 12,2 | 11,8 | 11,5 | 10,9 | 10,3 |
| Nombre d'entreprises ayant un dispositif d'*épargne salariale* | 260 000 | 243 000 | 230 000 | 210 985 | 189 565 | 165 109 |

*Source* : site web de l'Association Française de Gestion Financière, guide de la FAS (2009-2010)

[40] Seuls les PEE ou PEG peuvent détenir des Fonds dédiés à l'actionnariat salarié.

Comme indiqué dans le graphique présenté par la *figure 2* retraçant la progression des actifs investis en épargne salariale, ces quinze dernières années les montants des encours d'épargne salariale ont été multipliés par quatre. Ces dernières années, les versements de la participation, mais aussi ceux de l'intéressement et ceux de l'abondement, ainsi que les encours de l'épargne salariale ont atteint des niveaux historiquement élevés (Marquer, 2008), il faut toutefois souligner qui ces mécanismes ne bénéficient néanmoins toujours pas à la majeure partie des salariés[41] des petites et moyennes entreprises, ni aux agents des trois fonctions publiques.

**Figure 2: Progression des actifs investis en épargne salariale en France (1996 – 2011)**




*Source* : site de l'Association Française de Gestion Financière (en mlds d'€)

[41] Cette voie ne peut donc pas tenir lieu de politique salariale ni d'une prise en compte sérieuse de la question globale du pouvoir d'achat, les tentatives récentes du gouvernement d'utiliser le déblocage anticipé de l'épargne salariale pour trouver une solution au problème du pouvoir d'achat n'étant pas la bonne solution.

Selon le rapport sur l'épargne salariale et l'actionnariat salarié réalisé en 2010 par Capital Ingenium, les salariés actionnaires détenaient en juin 2010 3,3% des sociétés du CAC 40, soit une hausse de 22% depuis 2007. En France, 70% des entreprises ont mis en place des opérations d'actionnariat salarié ces dernières années. Celles-ci sont en majorité menées à un niveau international. 50% des groupes précisent d'ailleurs recourir conjointement aux *stock-options* et aux *actions de performance*, les autres optant généralement pour un supplément d'intéressement ou de participation (deux tiers) ou l'attribution *d'actions gratuites* (un tiers).

Par ailleurs, selon une récente étude du cabinet Aon Hewitt portant sur 51 entreprises issues dans leur grande majorité du CAC 40 et du SBF 120, 58% des grands groupes lancent un plan d'actionnariat salarié au moins tous les deux ans[42]. Après la crise boursière de 2008, qui a vu fondre un certain nombre de capitalisations, les entreprises ont pris certaines mesures pour préserver l'intérêt de leurs collaborateurs. Selon l'étude Aon Hewitt, les incitations financières ont été renforcées : 72% des plans prévoient une décote, 70% un abondement, et 51% utilisent les deux leviers. Le montant de l'abondement est aussi en hausse par rapport à 2010. Les groupes privilégient toujours les FCPE. Surtout, les entreprises s'efforcent désormais de limiter le risque financier pour les collaborateurs, par exemple *via* la distribution d'actions gratuites, ce qui exclut *de facto* toute moins-value. Plus d'une entreprise sur quatre en a proposé à l'ensemble de ses collaborateurs, et plus d'une entreprise sur trois a pour projet d'en accorder cette année, le poids des actions gratuites étant devenu supérieur à celui des stock-options à tous les niveaux de responsabilité[43]. Plus on monte dans la hiérarchie, plus le poids des stock-options augmente. Les entreprises font presque toujours bénéficier les membres de leur comité exécutif de plan d'actionnariat en liant l'attribution de presque 100 % des actions et d'au moins 75 % des stock-options à des conditions de performance. Près de 40 % incluent les cadres dans ces plans, et un tiers les étendent aux autres catégories de salariés (*Le Figaro*, 14 juin 2011).

Au total, les fonds investis principalement en actions représentent 45 milliards d'euros, contribuant ainsi de manière significative au financement du tissu économique par le biais des fonds propres des entreprises. Ce maintien de la confiance des salariés et des

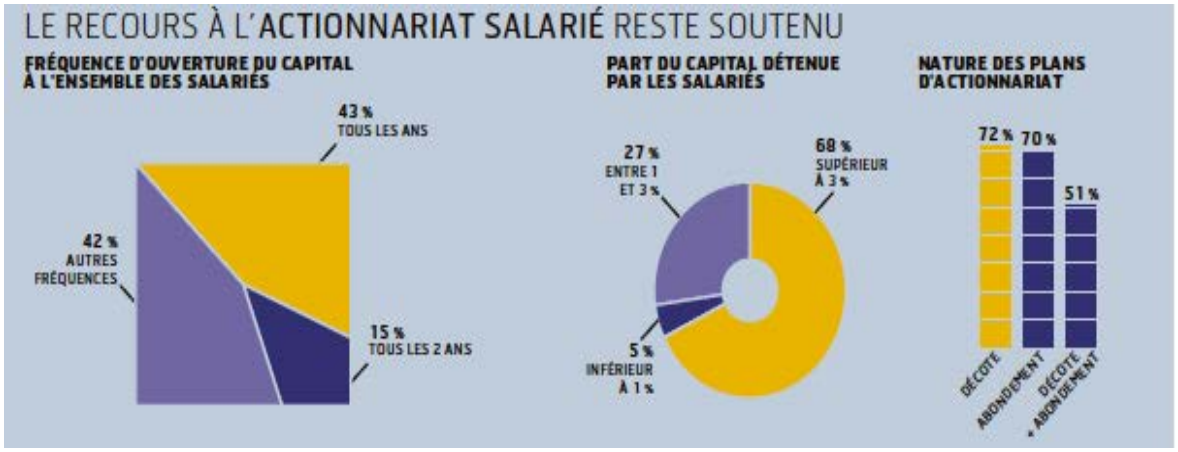
---

[42] *L'actionnariat salarié à l'épreuve de la crise boursière*, article paru dans *Les Echos*, 11.08.2011

[43] *L'actionnariat salarié a la cote auprès des entreprises*, articla paru dans *Le Figaro*, 14.06.2011

entreprises envers les mécanismes d'épargne salariale et d'actionnariat salarié dans un environnement économique encore incertain suite à la crise confirme, selon l'AFG, que cette épargne est utile aux salariés pour financer leurs projets dans la durée (compte tenu de l'horizon de placement de moyen et long terme de l'épargne salariale). Elle apporte aussi une source de financement stable aux entreprises, atout décisif pour relancer la croissance économique.

D'un autre coté, d'après les études du Centre d'Analyse Stratégique de la République Française[44], la performance sociale des entreprises ayant un dispositif d'actionnariat salarié est de 52% supérieure à celle des établissements n'ayant ni actionnariat salarié ni intéressement ni plan d'épargne d'entreprise ; les experts concluent donc sur la nécessité d'inciter les entreprises à adopter l'actionnariat salarié et de veiller à améliorer l'efficacité de l'actionnariat salarié en assurant la représentation des actionnaires salariés (Capital Ingenium, 2011). Les entreprises concernées devront sans doute renforcer leurs efforts de pédagogie et de communication interne, faute de quoi les plans d'actionnariat salarié, conçus comme des outils de fidélisation et d'engagement, pourraient devenir contre-productifs.




*Source* : *Les Echos,* 11 août 2011, issu du baromètre AON Hewitt, mai 2011, étude auprès de 51 grandes entreprises

Il s'avère ainsi que les chefs d'entreprise considèrent le dispositif de l'actionnariat salarié comme un excellent vecteur de partage de la valeur ajoutée, les grands groupes ayant pris parti pour le développement de l'actionnariat salarié, ce que rappellent les représentants

[44] Source : Note d'analyse du Centre d'Analyse Stratégique de la République Française, n°2010, janvier 2011 et Centre d'Analyse Stratégique, Document de travail, Participation des salariés et performance sociale : quels liens ? Quels enjeux ? mai 2011.

des entreprises dans leur combat mené contre le projet de prime sur les dividendes annoncé par le gouvernement durant l'été 2011 (*Les Echos*, 8 juin 2011).

Désormais solidement ancrés dans les usages des entreprises du 21ième siècle, l'épargne salariale et l'actionnariat salarié ont connu un formidable développement depuis leur apparition dans les années soixante, tout en s'adaptant progressivement aux nouvelles données économiques, politiques et sociales intervenues depuis cette époque. Conçu dans un premier temps comme un compromis entre les modèles capitaliste et collectiviste, destinés, sans les opposer, à fédérer les intérêts des salariés, des dirigeants, des actionnaires et de l'entreprise, les mécanismes d'actionnariat et d'épargne salariale sont devenus des instruments majeurs de partage de la valeur créée par l'entreprise (*Capital Ingenium*, 2010).

Ainsi, malgré les effets de la crise financière qui n'a pas épargné l'actionnariat salarié, beaucoup d'entreprises continuent de proposer des titres à leurs salariés, que ce soit sous la forme de l'attribution d'actions gratuites, d'acquisition directe des actions de l'entreprise ou de mise en place de fonds commun de placement d'entreprises. Les taux de souscription recueillis auprès des salariés et l'augmentation constante du nombre de souscripteurs témoignent de la confiance des salariés dans l'avenir de leur entreprise.

Par ailleurs, Euronext et la FAS ont lancé conjointement, le 4 décembre 2006, le premier indice au monde sur l'actionnariat salarié : Euronext FAS IAS®. L'indice Euronext FAS IAS® est composé de l'ensemble des valeurs du SBF250 ayant un actionnariat salarié significatif, c'est-à-dire celles dont 3% au moins du capital en actions est détenu par plus d'un quart des salariés. Ce nouvel indice permet d'évaluer la performance boursière des sociétés fortement investies dans la démarche de l'actionnariat salarié et de la comparer à celle des autres sociétés cotées.

Le graphique représenté dans la *figure 3* permet de comparer l'évolution des indices Euronext FAS IAS® et du CAC40, en mettant en évidence une surperformance à long terme de l'indice Euronext FAS IAS®, surperformance qui se confirme de même sur la période qui a suivi la crise financière de 2008 (cf. *annexe 5* pour une comparaison de l'évolution des deux indices de 2009 à 2011).

**Figure 3 : Progression de l'indice Euronext FAS IAS (1998-2012)**

(l'indice Euronext FAS IAS® en bleu, l'indice CAC40 en rouge)

*Source* : site web NYSE Euronext

- Les chiffres concernant l'évolution de l'actionnariat salarié en Europe

Le recensement annuel réalisé par la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié (FEAS) ayant son siège à Bruxelles fait de même le constat d'une croissance ininterrompue de l'actionnariat salarié européen depuis la crise financière.

Le nombre d'actionnaires salariés approche les 10 millions en 2011 dans les grandes entreprises européennes (sur 32,6 millions de salariés). Les salariés actionnaires détenaient en 2011 une participation de 232 milliards d'euros dans leurs entreprises, contre 9,6 millions de salariés actionnaires détenant 192 milliards d'euros l'année précédente(Mathieu, 2011, 2012).

Le nombre d'entreprises qui ont de l'actionnariat salarié est en augmentation (91,7%), de même que celles qui ont des plans d'actionnariat pour l'ensemble de leurs salariés (53,7%) et celles qui ont des plans de stock options (64,1%).

Cependant, des différences sensibles sont remarquées entre les pays: augmentation notable du nombre d'actionnaires salariés en Espagne, en Suède, au Danemark et en France et dans les pays nordiques (Danemark, Suéde, Norvège, Finlande), diminution en Italie, en Grèce, au Portugal, de même qu'en Allemagne, en Belgique et en Irlande.

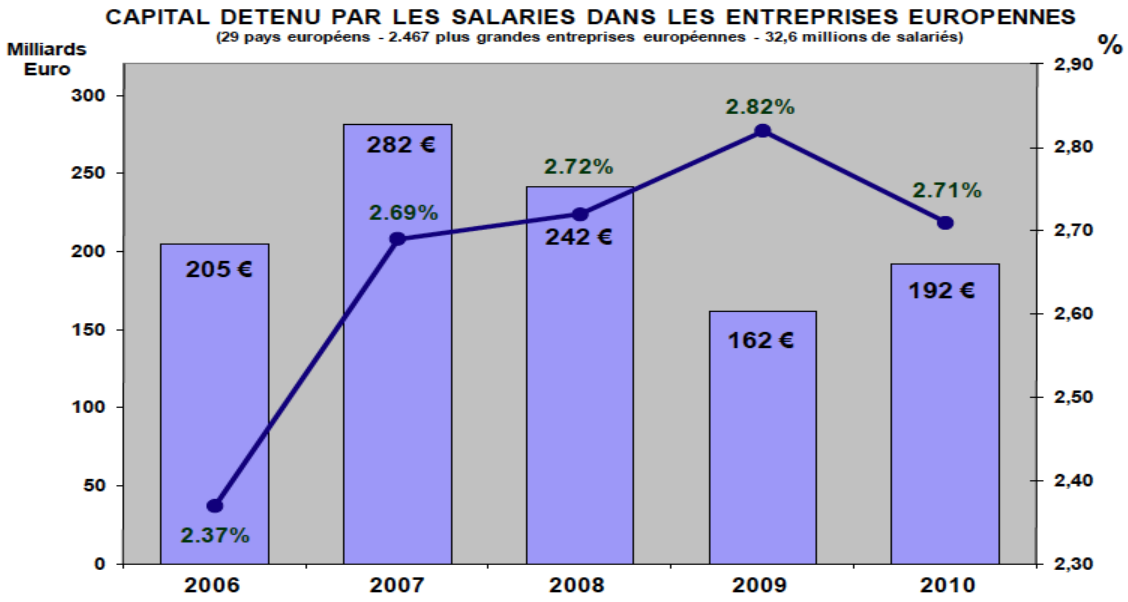
**Tableau 2 : L'évolution de l'actionnariat salarié en Europe (2006 – 2010)**

| | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|---|---|---|---|---|---|
| Actionnaires salariés (millions de personnes) | 9,6 | 9,4 | 9,0 | 8,5 | |
| Part détenue par les salariés | 2,71% | 2,82% | 2,72% | 2,69% | 2,37% |
| Capitalisation détenue par les salariés (milliards €) | 192 | 162 | 242 | 282 | 205 |
| % entreprises européennes avec actionnariat salarié | 91,7% | 91,5% | 85,9% | 83,3% | 79,3% |
| % entreprises européennes avec plans pour tous | 53,7% | 53,1% | 51,8% | 49,7% | 46,1% |
| % entreprises européennes avec stock options | 64,1% | 63,6% | 62,4% | 60,1% | 56,7% |
| % entreprises européennes avec de nouveaux plans | 27,5% | 31,3% | 36,0% | 26,7% | |

*Source* : FEAS, 2011

Globalement, la valorisation de l'investissement des salariés dans le capital de leur entreprise est remontée à 192 milliards d'euros en 2010. Si on compare le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires, on remarque néanmoins, pour la première fois depuis longtemps, une légère baisse (de 2,82% à 2,71%). Cependant, la part des dirigeants exécutifs a augmenté, ce sont les salariés actionnaires non dirigeants qui ont vu leur part se réduire.

**Figure 4 : Progression des actifs investis en épargne salariale en Europe (2006 – 2010)**




*Source* : FEAS, 2011

Le développement de l'actionnariat salarié dans les entreprises reflété par ces chiffres montre sa progression et surtout sa résistance pendant la crise économique récente. Cette progression est favorisée certes par tous les dispositifs juridiques définis par le législateur, mais aussi par la volonté de nombreuses entreprises et de leurs salariés. La poursuite de ce développement voulu par les pouvoirs publics ne peut se faire que dans un environnement social et fiscal stable pour les salariés comme pour les entreprises.

### c) Les fondements économiques du mécanisme de l'actionnariat salarié

L'analyse de l'évolution historique et des données statistiques retraçant la progression de la participation financière des salariés dans le contexte économique français illustre en effet le fait que l'actionnariat salarié permet d'associer les salariés au capital de leur entreprise et répond à plusieurs objectifs poursuivis par les entreprises, que ce soit en matière de politique sociale, de motivation des équipes ou de stratégie actionnariale[45].

Au-delà de la dimension financière de l'actionnariat salarié, il s'agit aussi d'un enjeu de société qui divise politiques et économistes depuis presque deux siècles. La participation financière des salariés présente au moins deux avantages et deux inconvénients[46]. Le premier avantage recherché par les chefs d'entreprise, c'est la motivation et la fidélisation des troupes. C'est, après tout, l'un des moyens les plus simples d'aligner l'intérêt de l'entreprise avec celui de ses salariés.

Le deuxième avantage de l'actionnariat salarié, c'est « *la création au sein du capital de l'entreprise d'une nouvelle classe d'actionnaires de long terme, susceptible de contrebalancer la pression d'investisseurs de passage dont l'horizon dépasse rarement le trimestre* » (*Les Echos*, 11 août 2011). Si l'on considère que la crise actuelle est aussi le résultat d'un aveuglement court-termiste des marchés, il serait donc salutaire pour l'avenir de l'économie et du capitalisme d'encourager fortement l'actionnariat salarié, qui finalement répond aux deux angoisses profondes de la société : la perte de confiance, notamment dans l'entreprise et dans sa hiérarchie, et la perte de sens. La focalisation des grands groupes sur la recherche de la performance à tout prix pour satisfaire l'exigence des investisseurs a ruiné l'engagement des salariés (*ibid.*).

---

45 Cf. l'annexe 3 sur les arguments pour ou contre l'adoption de l'actionnariat salarié, adapté de Kaarsemaker (2006).

46 « *La participation contre la crise* », article paru dans *Les Echos*, 11.08.2011

Face à ces arguments, les critiques peuvent en opposer au moins deux autres, tout aussi appropriés. D'une part, et les crises financières ne font que le rappeler de façon de plus en plus brutale à chaque fois, cette pratique n'est pas toujours favorable[47] aux salariés, surtout aux plus modestes, car cela revient à « *mettre tous les oeufs dans le même panier* » et va à l'encontre du principe de la nécessaire diversification des actifs. En plus, des effets néfastes peuvent être attendus, car les salariés actionnaires risquent, en cas de fortes difficultés rencontrées par l'entreprise, de perdre à la fois leur épargne et leur emploi.

D'autre part, l'actionnariat salarié pourrait aussi être instrumentalisé par les dirigeants en place pour se protéger contre d'autres actionnaires plus indépendants, ce qui pose un vrai problème de gouvernance, cette forme d'actionnariat pouvant servir les intérêts de la direction car étant facilement influençable par les dirigeants de l'entreprise.

Il faudrait donc redonner son vrai sens à la participation à la française qui ne doit pas être seulement financière mais chercher à considérer les salariés actionnaires comme les « *partenaires d'une aventure entrepreneuriale* » (*ibid.*).

Une fois les principaux avantages et les inconvénients économiques du mécanisme de l'actionnariat salarié passés en revue, une impression contrastée persiste toutefois.

C'est certain que l'actionnariat salarié constitue une source importante de financement pour les sociétés à l'heure actuelle, aucun doute ne subsiste donc quant à la participation financière des actionnaires salariés.

L'autre question, c'est de savoir ce qu'il en est dans la pratique de la participation des actionnaires salariés à la gestion de leur entreprise. Quelles sont les conséquences du développement de l'actionnariat salarié sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise ? Est-ce que le pouvoir des salariés actionnaires augmente aussi au sein des entreprises ? Est-ce que les actionnaires salariés sont considérés, juridiquement et politiquement, comme étant des actionnaires comme les autres, ou bien une différence de traitement existe-t-il ? Autrement dit, est-ce que les relations entre les trois principales parties prenantes deviennent moins conflictuelles, plus consensuelles, donc plus équilibrées en quelque sorte ?

Il apparaît en effet que l'actionnariat salarié permet aux employés de bénéficier de la création de valeur qu'ils ont contribué à créer, de vrais enjeux de pouvoir étant présents

[47] En même temps, ce système est toutefois assez équilibré car comme le souligne Bruder (2007, pp.34-35) les actionnaires salariés bénéficient de contreparties importances, mises en place par les entreprises pour diminuer les risques pris par les salariés ayant accepté de devenir actionnaires, ces avantages (décote, abondement) sont loin d'être négligeables du point de vue financier.

toutefois derrière le consensus qui semble se construire autour de la détention conjointe de titres financiers de l'entreprise par les principales parties prenantes qui sont les actionnaires, les dirigeants et les salariés.

Tout au long de notre analyse, nous reviendrons vers ces deux aspects qui sont au cœur du mécanisme de l'actionnariat salarié et notamment la participation financière d'une part et la participation à la gestion d'autre part, sachant que ces deux aspects sont très étroitement liés et expliquent fortement l'impact qu'aura au final l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises.

Il est vrai que le contexte actuel, avec la récente crise financière et économique, semble être peu propice selon certains au développement de l'actionnariat salarié en mettant entre autres sur le devant de la scène les risques trop importants portés par les salariés, néanmoins l'*encadré 4* qui reprend certains titres paru à ce propos dans les média français ces dernières années montre que le débat actuel va beaucoup plus loin, tant les enjeux sont importants.

Car il est aussi vrai que la crise a également ramené sous les feux des projecteurs les problèmes de la répartition de la valeur ajoutée entre capital et travail, de même - les critiques se multiplient en ce qui concerne la vision trop « *court terme* » des marchés financiers. Le phénomène de l'actionnariat salarié se maintient donc plus que jamais dans le débat autour de la nécessaire régulation financière, l'encadré suivant proposant un aperçu de la présence de l'actionnariat salarié dans la presse française fournit aussi la preuve de l'ampleur de ce débat.

## Encadré 4 : L'actionnariat salarié dans la presse française. Florilège (2006 – 2011)

2011 « Actionnariat salarie : pas toujours un cadeau », *Les Echos*, 11 août 2011
« L'actionnariat salarié à l'épreuve de la crise boursière », *Les Echos*, 11 août 2011
« L'épargne salariale atteint un pic historique en France », *La Tribune*, 14 juin 2011
« L'actionnariat salarié a la cote auprès des entreprises », *Le Figaro*, 14 juin 2011
« L'actionnariat salarié reste prisé par les grandes entreprises », *Les Echos*, 8 juin 2011
« L'actionnariat salarié se porte bien », *Le Figaro*, 8 juin 2011
« Il faut généraliser l'actionnariat salarié », *Les Echos*, 16 mai 2011
« L'actionnaire, le salarié et le loup-garou », *La Tribune*, 21 avril 2011

2010 « Les salariés, des actionnaires (presque) comme les autres », *Investir*, 18 - 23 décembre 2010
« Les bons plans de l'actionnariat salarié», *La Tribune*, 9 décembre 2010
« Actionnariat salarié : le vice dans la vertu », *Les Echos*, 6 décembre 2010
« Les actionnaires salariés ont le vent en poupe », *Investir.fr*, 6 octobre 2010
« L'actionnariat salarié pourrait sortir renforcé de l'épreuve de la crise », *Les Echos*, 8 juillet 2010
« L'actionnariat salarié résiste plutôt bien à la crise », *Le Figaro*, 26 juin 2010
« Les grands groupes comptent trop peu d'administrateurs salariés », *Le Journal des Finances*, 12 juin 2010
« Valeur ajoutée ou actionnariat salarié ? », *La Tribune*, 17 mars 2010

2009 « L'épargne salariale va-t-elle résister à la crise ? », *La Tribune*, 4 juillet 2009
« Actionnariat salarié : confiance envers les entreprises », *Le Revenu Mensuel*, 1 juillet 2009
« L'épargne d'entreprise reste plébiscitée », *Entreprise et carrières*, 23 - 29 juin 2009
« Epargne salariale : les Français n'abusent pas du déblocage », *Les Echos.fr*, 9 juin 2009
« L'actionnariat salarié résiste à la crise », *Les Echos*, 5 mai 2009
« L'actionnariat salarié à l'abri de la crise ? », *Entreprise et carrières*, 27 janvier - 2 février 2009

2008 «L'actionnariat salarié, évolution fondamentale du capitalisme», *Le Nouvel Economiste*, 20 novembre 2008
« L'actionnariat salarié chahuté par la crise, *Stratégies*, 19 juin 2008
« La relance de l'actionnariat salarié est suspendue à la crise boursière », Les Echos, 31 janvier 2008

2007 « Le retour du salarié actionnaire », *Entreprise et carrières*, 18 décembre 2007 - 7 janvier 2008
« Le nouvel essor de l'actionnariat salarié », *L'Usine nouvelle*, 17 - 23 mai 2007
« L'information des actionnaires salariés est insuffisante », *La Tribune.fr*, 16 novembre 2007
« L'actionnariat salarié, un rôle de rempart contre les OPA », *L'AGEFI Hebdo*, 30 août 2007

2006 « Le gouvernement réforme les stock-options pour éviter une mise en cause plus radicale », *Le Monde*, 21 septembre 2006
« Société Générale : les salariés et ex-salariés détiennent 8 % du capital », *Les Echos*, 20 juillet 2006
« Projet de loi sur la participation: vers un choix de société? », *La Tribune*, 30 juin 2006
« L'épargne salariale au secours du pouvoir d'achat des Français », *La Tribune*, 22 juin 2006
« Plus de salariés actionnaires aux conseils d'administration », Le Figaro, 22 juin 2006
« L'épargne salariale ou comment flexibiliser les salaires : retour des vieux rêves d'association entre le capital et le travail », *Le Monde diplomatique*, juin 2006

## C. Analyse juridique de la notion de l'actionnariat salarié

L'actionnariat salarié, en transformant le salarié en propriétaire, lui permet de disposer de droits de contrôle légitime sur l'entreprise.
(Hollandts, 2007, p.25)

Comme nous l'avons déjà mentionné, la définition de l'actionnariat salarié n'est pas une tâche aisée à cause justement de la difficulté de réunir la qualité d'actionnaire et de salarié sur une même tête, de par leur nature antagoniste. En effet, le mécanisme d'actionnariat salarié fait émerger « *une catégorie hybride d'actionnaires* » avec cette spécificité d'être « *détenteur d'une double qualité* », en étant à la fois actionnaire et salarié dans son entreprise (Bruder, 2007, p.56).

Plusieurs auteurs ayant étudié les conséquences de l'actionnariat salarié en droit des sociétés par actions en France (Alliot-Marie, 1973; Bruder, 2007; Montagne, 2009b; Talon, 2000), c'est en nous appuyant sur ces travaux que nous avons souhaité clarifier le sens de l'expression *actionnariat salarié* du point de vue strictement juridique ainsi que vérifier les conséquences engendrées du point de vue juridique par l'actionnariat salarié.

Notamment, dans son analyse des aspects juridiques de l'actionnariat salarié, Bruder (2007) explique que « *l'actionnariat salarié associe deux branches du droit, le droit du travail et le droit des sociétés, qui recouvrent des réalités par habitude dissociées : le droit du travail réglemente les rapports entre les salariés et leur employeur. Il organise par ailleurs la représentation des salariés. Au contraire, le droit des sociétés ne s'intéresse pas aux salariés unis par un contrat de travail qui les place dans un état de subordination, il ne prend en considération que les actionnaires de la société et ses dirigeants* » (Bruder, 2007, p.10).

Nous voilà à nouveau confrontés à la difficulté de définition de notre objet de recherche, difficulté issue de la nature contradictoire du phénomène de l'actionnariat salarié. En fait, pour faire face aux multiples conséquences que le phénomène de l'actionnariat salarié opère en droit des sociétés, nous allons articuler notre étude autour de deux axes principaux à savoir *les conséquences qu'entraîne le dispositif sur les principes constitutifs du droit des sociétés* (savoir si l'actionnariat salarié bouleverse les principaux principes tels que celui de l'égalité ou la notion d'associé) ainsi que *les conséquences sur les mécanismes de gestion de la société* (la participation financière étant effective, il convient par la suite de s'interroger sur le point de savoir si les salariés participent à la gestion de leur société).

### a) Les conséquences du dispositif de l'actionnariat salarié sur les principes constitutifs du droit des sociétés

Quelles sont les contraintes juridiques qui déterminent les conditions et les effets du cumul des fonctions de salarié et d'actionnaire ou de membre du conseil d'administration de l'entreprise ? Afin de savoir si du point de vue juridique, l'actionnaire salarié est un actionnaire aussi légitime que les autres catégories d'actionnaires, il faudrait savoir si l'actionnariat salarié bouleverse les deux principaux principes du droit des sociétés et notamment la *notion d'associé* et le *principe d'égalité* (Bruder, 2007).

- L'actionnariat salarié et la notion d'associé en droit des sociétés

Dans sa thèse de doctorat, Bruder (2007) rappelle qu'en droit des sociétés la qualité d'associé est acquise si les conditions de l'article 1832 du code civil sont respectées. Il s'agit notamment de la *réalisation d'un apport*, du *partage des bénéfices et des pertes*, et aussi du *partage de l'affectio societatis*. En s'interrogeant sur la mesure dans laquelle les actionnaires salariés peuvent être considérés comme des associés, l'auteur passe en revue ces différents critères en les appliquant au mécanisme particulier de l'actionnariat salarié et démontre que, malgré le fait que les salariés puissent acquérir leurs titres en bénéficiant de certaines conditions préférentielles, la qualité d'associé prêtée aux salariés actionnaires ne laisse aucun doute, sachant que chaque avantage consenti est assorti de contreparties et des risques conséquents (blocages des titres pendant cinq ans, risque de subir la chute des cours de la bourse, etc.).

Suite à une analyse extrêmement approfondie des principes juridiques qui permettent de circonscrire la qualité d'associé, Bruder (2007) constate que les critères requis pour définir l'associé sont bel et bien remplis par les actionnaires salariés mais de manière particulière puisque ces critères semblent aménagés, néanmoins leur participation financière ne laisse plus aucun doute.

En effet, les actionnaires salariés bénéficient d'indéniables avantages afin d'acquérir des titres de leurs entreprises. Outre les importants rabais consentis sur le prix des actions, ces derniers bénéficient d'une aide de leur entreprise assortie d'une fiscalité attrayante. Cette aide permet un véritable allègement de l'apport fourni par les actionnaires salariés à condition toutefois que les sommes délivrées soient affectées à la réalisation d'un plan d'épargne d'entreprise (PEE). Cette affectation supposera alors que les titres ainsi acquis demeurent bloqués cinq années (voire davantage pour les adhérents au PPESV et surtout du PERCO) au sein de ce plan. Aussi, l'allègement de l'apport fourni par les actionnaires

salariés est *loin d'être gratuit*. Celui-ci a pour conséquence d'aménager l'apport fourni par le salarié dans le sens où il n'est pas libre de revendre ses titres lorsqu'il le souhaite, contrairement à l'actionnaire ordinaire (Bruder, 2007; FAS, 2009-2010). En réalité, ce dernier est contraint de bloquer ses titres au sein du PEE durant cinq années au minimum[48], ce qui permet à l'entreprise de bénéficier d'un mode de financement stable lui permettant de s'autofinancer sans avoir recours à l'endettement. Enfin, notons qu'il est rare que l'apport pécuniaire fourni par l'actionnaire salarié soit complètement nul[49], les sommes issues de l'intéressement ou la participation étant souvent réinvesties par les salariés dans les PEE, sans doute souvent sous l'incitation des techniques de l'abondement et de décote proposées par l'entreprise (FAS, 2009-2010).

Aussi, l'apport fourni par les salariés pour obtenir leurs titres semble bien réel, même si toutefois il apparaît simplement aménagé. En effet, le blocage des titres acquis par les salariés actionnaires permet toujours aux sociétés de s'autofinancer, sans avoir recours à l'emprunt, il peut constituer par ailleurs une redoutable arme anti-OPA, cet actionnariat constituant un actionnariat stable. De plus, par le blocage de leurs titres, les actionnaires salariés prennent des risques considérables par rapport aux actionnaires classiques, en raison du risque de la chute des cours de la bourse dans l'hypothèse où les sociétés sont cotées, ou du manque de liquidité des sociétés non cotées. Aussi, le service rendu à leur entreprise ainsi que les risques encourus permettent largement de compenser les avantages accordés aux salariés actionnaires. Leur apport est bien réel mais il apparaît aménagé en ce que ce dernier serait pour partie pécuniaire, l'autre partie étant compensée par la fidélité des actionnaires salariés à leur société (Bruder, 2007, pp.87-88).

---

[48] Il existe toutefois deux exceptions à ce principe d'indisponibilité. Un déblocage anticipé est possible en cas de certains événements personnels, professionnels ou familiaux. Puis, le remboursement des avoirs détenus dans le PEE est de même possible avant l'expiration des délais si les fonds sont utilisés pour lever des options sur titres, ceci depuis le loi NRE du 15 mai 2001.

[49] Le cas de la distribution d'actions gratuites pourrait être vu comme une exception car ne nécessitant pas d'apport de la part des salariés *à priori*, cependant l'exonération d'apport n'est pas totale. Cette gratuité était en effet assortie d'un blocage des titres permettant à l'entreprise de bénéficier d'un actionnariat stable. Par ailleurs, l'attribution est souvent limitée à une action offerte pour une action achetée. La distribution d'actions gratuites est aussi possible dans le cadre des augmentations de capital réservées « aux adhérents de plan d'épargne d'entreprise » de la loi Fabius du 19 février 2001 relative à l'épargne salariale. Ceci suppose donc que le salarié soit déjà en possession de titres via le PEE, ces titres acquis ainsi que les nouvelles actions gratuites restant indisponibles durant cinq ans. L'avantage accordé est une fois encore assorti de contreparties, qui consistent souvent en un blocage des titres, ce qui nous amène à penser que les actionnaires salariés participent aux apports au moyen de leur fidélité à l'entreprise. Cette fidélité compense l'allégement de l'apport car nous avons vu que dans les mécanismes récents d'attribution d'actions gratuites, l'apport n'est pas nul, ces dernières étant attribuées en complément des actions achetées.

Qu'en est-il du deuxième critère nécessaire à l'obtention de la qualité d'associé, et notamment le fait de savoir si les actionnaires salariés partagent *l'affectio societatis* ?

Bruder (2007) définit *l'affectio societatis* comme étant un concept protéiforme dont le plus petit dénominateur commun contient la volonté des associés de contribuer à l'oeuvre commune sur un pied d'égalité assortie de l'acceptation des risques de l'activité ainsi que d'une participation à la gestion des affaires sociales. Il s'agit ainsi de coopérer ensemble au succès de l'entreprise commune *via* une réelle volonté d'union qui se manifeste par la participation à la pérennité de la société, en permettant son exploitation dans la durée.

Cette notion fondamentale en droit des sociétés est la traduction de l'élément intentionnel du contrat de société, basé sur une volonté d'union ainsi qu'une volonté d'accepter consciemment certains risques. La notion d'*affectio societatis* stipule ainsi que les associés sont obligés de participer à l'oeuvre commune dans l'intérêt commun et non dans l'intérêt d'un seul, ce qui signifie en principe qu'un associé ne peut pas agir contre l'intérêt social et qu'il doit éventuellement subordonner à cet intérêt supérieur, ses intérêts particuliers. L'*affectio societatis* constitue le véritable gage d'une participation à la pérennité de la société, étant une notion bien plus large que la participation aux apports ou bien la participation à la gestion.

L'*affectio societatis* étant une notion protéiforme, il convient de vérifier si les actionnaires salariés répondent à chacun de ses éléments afin d'examiner si cette catégorie d'actionnaire partage ou non l'*affectio societatis* et s'ils peuvent, par là même, être considérés comme des associés à part entière. Ainsi, il faut s'assurer que leur volonté d'union est bien réelle (cette notion suscitant généralement le doute), que les actionnaires salariés participent aux apports et à la gestion et vérifier si l'émergence de cette catégorie d'actionnaire favorise ou non les conflits d'intérêts au sein de la société. Bruder (2007) analyse dans ces travaux ces différents critères et constate que, contrairement aux idées reçues, les actionnaires salariés partagent l'*affectio societatis* et que leur volonté d'union n'inspire en réalité aucun doute. La qualité d'associé ne peut donc pas leur être déniée.

Concernant la participation à la gestion, l'auteur explique que du point de vue juridique, ce n'est pas tant la participation aux assemblées générales que la possibilité de participer à ces assemblées qui est en réalité constitutive de la qualité d'associé. Si cette possibilité est parfois déniée aux actionnaires salariés de manière individuelle[50], elle semble en revanche

50L'argument selon lequel les actionnaires salariés ne partagent pas l'*affectio societatis* en raison de leur absentéisme au sein des assemblées générales ne semble pas tout à fait recevable dans la mesure où ces

imposée à leurs représentants au sein du fonds commun de placement d'entreprise qui doivent exercer les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces OPCVM et rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans les conditions fixées par le règlement général de l'autorité des marchés financiers. Si ces représentants n'exercent pas ces droits de vote, ils doivent expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des OPCVM.

Néanmoins, la tentation d'affirmer que les actionnaires salariés constituent « une catégorie » particulière d'actionnaires est grande dans la mesure où ces derniers bénéficient de divers systèmes de représentation qui leur sont propres. Tel est le cas lorsqu'un ou plusieurs représentants de cette catégorie est nommé au sein du conseil d'administration ou de surveillance ou lorsque les salariés adhérent à une association d'actionnaires salariés.

Dès lors, il convient de se demander si l'émergence d'une telle catégorie est susceptible d'engendrer ou non un conflit d'intérêts au sein de la société, c'est-à-dire un comportement des actionnaires salariés qui favoriserait leurs intérêts propres au détriment de l'intérêt commun, ce qui serait contraire à toute réelle volonté d'union.

Bruder (2007) explique que l'émergence des actionnaires salariés au sein des sociétés ne favorise pas particulièrement les conflits d'intérêt. Ce phénomène semble au contraire permettre la continuité de la société, les salariés actionnaires y exerçant leur emploi, ces derniers veilleront toujours à permettre l'exploitation de leur société dans la durée et n'auront pas comme simple objectif la réalisation de profits. Contrairement aux actionnaires classiques qui ne rechercheraient parfois que le profit, l'actionnaire salarié recherche bien la prospérité de son entreprise pour réaliser des profits mais également pour conserver son emploi. Par ailleurs, les actionnaires salariés préfèrent apparemment être les premiers à vouloir assurer la pérennité de leur entreprise ce qui témoigne au contraire d'une réelle volonté d'union ainsi que d'un partage à fortiori de l'*affectio societatis* par cette catégorie d'actionnaires.

La participation à l'œuvre commune fait figure d'un critère essentiel à la détermination de l'*affectio societatis* en ce sens qu'elle se traduit par la contribution à la pérennité de la société ainsi qu'en la volonté de participer aux risques de l'entreprise commune. Nous

---

derniers ne peuvent pas toujours exercer individuellement leur droit de vote car certaines imprécisions textuelles permettent parfois de leur dénier ce droit (*via* l'attribution d'actions sans droit de vote par exemple).

avons déjà constaté ci-dessus qu'en matière d'apports, la faible contribution à l'achat des titres par les salariés actionnaires est compensée par une importante prise de risques qui traduit sans nul doute la volonté de participer à l'œuvre commune. La prise de risques semble bien pouvoir être considérée comme l'un des critères de l'*affectio societatis*, permettant notamment de distinguer l'actionnaire - associé de l'actionnaire – investisseur. Les actionnaires salariés participent bien aux risques de l'entreprise commune en ce qu'ils se voient obligés de bloquer les titres acquis avec l'aide de leur entreprise pendant une durée variant selon la formule choisie.

En effet, contrairement à l'actionnaire classique, ils leur est impossible de céder leur titres lorsqu'ils le souhaitent. Aussi, la prise de risques apparaît considérable en cas de chute des cours lorsqu'il s'agit d'une société cotée ou en cas d'absence de liquidité dans l'hypothèse où le salarié est actionnaire d'une société non cotée.

Cette prise de risques contribue bel et bien à la réalisation de l'entreprise commune puisque, comme nous l'avons précédemment mentionné, le développement de l'actionnariat salarié a permis aux entreprises de s'autofinancer et d'éviter le recours à l'emprunt. Par ailleurs, les actionnaires salariés ne réagissent pas en simple bailleurs de fonds puisque de récentes enquêtes démontrent que ces derniers ne cèdent pas leur titres à l'expiration du délai de blocage, ni lors de l'augmentation des cas de déblocage anticipé de la participation des salariés autorisé récemment par le gouvernement pour augmenter le pouvoir d'achat des salariés.

Toutefois, certains auteurs s'interrogent quant au potentiel de motivation d'un faible taux de détention du capital par les actionnaires salariés jugeant « *peu probable que la possession de quelques actions puisse déclencher un surcroît de motivation qui entrainerait à son tour une création de valeur supplémentaire* » (Trebucq, 2002, p.110). Trébucq considère de même que le fait que les salariés actionnaires puissent bénéficier de « *conditions particulièrement avantageuses et attractives* » ainsi que de « *d'avantageuses formules d'abondement* » pour l'acquisition des actions de leur entreprise, cela diminuerait *de facto* les risques de pertes financières encourus par les salariés actionnaires. En conséquence l'auteur estime que l'actionnariat salarié ne peut pas être considéré comme un élément qui reflèterait la confiance des salariés dans les potentialités de leur entreprise (*ibid.*).

Nous remarquerons à ce propos que c'est justement parce que les entreprises sont conscientes du double risque qu'encourent les salariés en devenant actionnaires de l'entreprise dans laquelle ils travaillent, en investissant leur capital financier ainsi que leur capital humain dans la même structure, que ces « *conditions avantageuses* » sont

proposées lors des souscriptions du capital réservées aux salariés. Par ailleurs, la forte évolution des montants de la participation financière des salariés ainsi que du nombre de salariés actionnaires ces dernières années montrent qu'autant les dirigeants que les actionnaires sont plutôt favorables à l'actionnariat salarié. Si non, pourquoi est-ce que les actionnaires externes à l'entreprise (majoritaires ou minoritaires) voteraient les résolutions permettant la mise en place des plans d'actionnariat salarié, s'ils n'étaient pas convaincus de l'impact positif d'une telle action sur la performance de l'entreprise ? Car il est vrai que les actionnaires externes pourraient craindre une trop grande dilution de la valeur de leurs actions à cause notamment de ces « *conditions avantageuses* » consenties aux salariés actionnaires. Au contraire, l'observation de la réalité du terrain montre que les entreprises font beaucoup d'efforts pour développer les formules d'actionnariat salarié, en accordant effectivement une décote et en proposant un abondement plus important aux salariés qui choisissent d'investir les montants issus de leur intéressement ou participation dans les actions de leur entreprise.

Dans la lignée de l'analyse juridique menée par Bruder (2007), nous pouvons donc conclure qu'à partir du moment où l'actionnariat salarié répond à tous les critères mentionnés plus haut, les actionnaires salariés partagent donc à fortiori l'*affectio societatis*.

De même, en ce qui concerne le fait de savoir si les salariés actionnaires remplissent la troisième condition du contrat de société, à savoir la participation aux bénéfices d'une part et la participation aux pertes d'autres part, il faut souligner que si la participation aux bénéfices des actionnaires salariés est évidente, quoique aménagée, leur participation aux pertes n'en étant pas moins réelle.

En effet, hormis une participation aux bénéfices classiques par la distribution de dividendes, le partage des bénéfices se traduit aussi sous la forme d'une compensation au ralentissement de la croissance des salaires sous forme de capital. Or, cette compensation est indexée sur les bénéfices ou résultats des entreprises qui lui confère un caractère instable.

Quant à la participation aux pertes par les actionnaires salariés, ces derniers participent aux pertes de manière plus accrue que n'importe quels autres actionnaires dans la mesure où ils ne peuvent se « débarrasser » de leurs titres au moment opportun, c'est-à-dire en cas de risque de chute des cours si bien qu'ils sont par conséquent passibles de perdre leur épargne mais aussi leur emploi. Aussi, il semble que cette participation aux pertes, quoique aménagée, soit effective.

Le troisième critère du contrat de société semble donc lui aussi être aménagé par l'actionnariat salarié, sans toutefois être transformé de manière fondamentale, et la qualité d'associé conférée aux actionnaires salariés semble indéniable.

Ainsi, bien que les actionnaires salariés bénéficient d'avantages particuliers, et notamment financiers, par rapport aux actionnaires classiques, il semble que ces derniers puissent bel et bien être considérés comme des associés à part entière. En effet, les actionnaires salariés répondent à tous les critères exigés par le contrat de sociétés, ces derniers apparaissant simplement aménagés. Les conséquences de l'actionnariat salarié sur la notion d'associé semblent donc de faible ampleur puisque chaque élément constitutif de cette notion ne semble pas fondamentalement modifié. Ainsi, comme démontré par Bruder dans ses travaux et en dépit des apparences, l'actionnariat salarié ne semble pas modifier fondamentalement les principes essentiels du droit des sociétés.

- L'actionnariat salarié et le principe d'égalité en droit des sociétés

Le principe d'égalité revêt un caractère dualiste en droit des sociétés en ce qu'il se traduit par une égalité entre actionnaires d'une part et une égalité entre actions d'autre part. Généralement, des inégalités sont manifestes dans l'une et l'autre de ces catégories. Celles-ci ont pour corollaire le rétablissement des inégalités existantes.

L'actionnariat salarié semble s'inscrire dans cette réalité puisque certaines inégalités semblent opérées en faveur des actionnaires salariés. Toutefois, Bruder souligne que celles-ci ont été rendues nécessaires au développement de cet actionnariat. Elles permettent en effet de compenser l'inégalité dont cette catégorie d'actionnaires serait victime au départ.

Tout comme la notion d'associé, le principe d'égalité ne semble pas considérablement altéré par l'apparition des actionnaires salariés. En effet, même si quelques ruptures d'égalités entre actionnaires s'opèrent à leur profit (des modes d'acquisitions préférentiels de leurs titres étant souvent accordés aux actionnaires salariés, tandis que les actionnaires ordinaires doivent fournir la contrepartie pécuniaire exacte des actions qu'ils souhaitent acheter), ces ruptures d'égalité sont en réalité relatives (ces modes d'acquisition étant assortis de contreparties en ce qui concerne les salariés actionnaires) et ne sont pas suffisantes pour affirmer que l'actionnariat salarié bouleverse l'existence d'un principe d'égalité. D'une part parce que ce dernier se traduit rarement par une égalité stricte et prend souvent la forme d'une égalité relative et d'autre part parce que les inégalités

favorables à cette catégorie d'actionnaires semblent justifiées par la volonté d'inciter ces derniers à participer au financement de leur entreprise et à participer à l'accroissement de sa productivité. Autrement dit, les avantages consentis semblent peu réels au final dans la mesure où les actionnaires salariés prendront des risques en contrepartie de l'acquisition de leurs titres, ceux-ci étant soumis à un délai de blocage durant lequel une chute des cours peut intervenir.

Du coup, l'inégalité entre actionnaires engendrée par l'actionnariat salarié apparaît relative, chacun des avantages pécuniaires dont jouissent les salariés actionnaires étant compensé par des inconvénients que ne supportent pas les actionnaires ordinaires. Au contraire, la rupture d'égalité semble certaine dans d'autres domaines tels que l'attribution d'actions de préférence et de représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration. Toutefois, contrairement aux apparences, celle-ci est loin d'être opérée en faveur des actionnaires salariés.

L'actionnariat salarié s'inscrit dans ce paysage puisque de nombreuses inégalités s'opèrent tantôt à leur avantage et tantôt à leur désavantage. Toutefois, les inégalités qui leur sont apparemment favorables semblent trouver une justification dans la mesure où le mécanisme d'actionnariat salarié est le fruit d'une volonté politique visant à permettre l'autofinancement des entreprises. Or, il est nécessaire, pour ce faire, d'accorder des avantages financiers aux salariés afin de les inciter à acquérir les titres de leur société. Autrement dit, les actionnaires salariés ne sont pas les seuls bénéficiaires de ces avantages, ces derniers profitent également aux entreprises.

Bruder (2007) affirme ainsi que les principes constitutifs du droit des sociétés ne semblent pas considérablement ébranlés par l'apparition de ces nouveaux actionnaires. Tout au plus peut-on constater la large participation financière de ces derniers, participation financière qui s'accompagne d'une importante prise de risque et d'une flexibilisation des modes de rémunérations. Plus intéressante semble en revanche la problématique du fonctionnement de la société. La question se pose en effet de savoir si l'apparition des actionnaires salariés contribue à influencer les modes de gestion de cette dernière. Peut-on considérer, à l'heure où les questions relatives à la gouvernance des sociétés se posent, que la détention par les salariés de titres de leur entreprise confère à ces derniers une part du pouvoir ? Si la participation financière semble évidente, la participation à la gestion des actionnaires salariés semble au contraire plus difficile.

### b) Les conséquences juridiques de l'actionnariat salarié sur les mécanismes de gestion de la société

L'accès des salariés au capital de leur société suppose une participation financière ainsi qu'une participation à la gestion. Nous venons de constater que la participation financière de ces acteurs de l'entreprise est évidente, c'est pourquoi il convient à présent de se demander si la détention de titres confère aux salariés un quelconque pouvoir pour intervenir dans la gestion de leur société, autrement dit – est-ce que l'émergence de l'actionnariat salarié a des incidences sur la participation des salariés actionnaires à la gestion de la société ?

Même si la détention d'actions confère a priori des droits politiques aux actionnaires salariés, plusieurs auteurs soulignent que la participation de ces derniers à la gestion de leur société demeure illusoire, divers obstacles faisant obstruction à la mise en œuvre d'une véritable participation à la gestion (Alliot-Marie, 1973; Bruder, 2007; Montagne, 2009b). Ainsi, divers dysfonctionnements favorisent l'absence de contrepouvoir des actionnaires salariés en pratique. Néanmoins, ceux-ci pourraient apparemment se résorber si un encadrement plus clair du mode de désignation de leur représentant était établi par les textes. A l'heure actuelle, l'imprécision des textes laisse une trop grande marge de manœuvre aux entreprises dont les directions peuvent choisir le mode de désignation qui leur sera le plus favorable. C'est donc un simple pouvoir non légitimé qui est exercé en pratique par les actionnaires salariés. Or, il est clair que c'est essentiellement par l'intermédiaire de leur représentant au sein du conseil d'administration que ces derniers pourront réellement avoir leur mot à dire. Dans le cas contraire, il leur est en effet difficile d'exercer un quelconque pouvoir puisque les actionnaires salariés représentent une minorité éclatée démunie d'information.

L'actionnariat salarié ne semble donc pas avoir à l'heure actuelle de conséquences considérables sur le fonctionnement de la société en ce qui concerne sa gestion. Mais la situation n'est toutefois pas inéluctable, diverses modifications textuelles pourraient leur conférer davantage de pouvoirs. Cependant, reste à savoir si ces modifications seront applicables car diverses raisons empêchent leur accomplissement, la plus importante étant la volonté des dirigeants des entreprises de développer un actionnariat stable sans devoir partager le pouvoir avec les salariés actionnaires.

Ainsi, les conséquences de l'actionnariat salarié sur les principes constitutifs du droit des sociétés apparaissent relatives, tout comme en terme de gestion de la société dans la mesure où le pouvoir des actionnaires salariés est bien souvent confisqué. Cet état de fait

pourrait changer si des modifications législatives intervenaient afin de corriger le mécanisme. En attendant, en l'absence d'une réelle volonté politique en ce sens, les actionnaires salariés exercent un pouvoir quasi nul assimilable au consensus, à savoir que l'actionnariat salarié ne permet que le développement d'une culture d'entreprise et donc permet une meilleure productivité des salariés.

Cette analyse juridique de la notion de l'actionnariat salarié nous permet cependant de faire le constat suivant fort important pour la suite de notre étude: il ne semble pas y avoir de différences notoires entre actionnaires salariés et actionnaires ordinaires du point de vue du droit des sociétés.

L'actionnariat salarié semble toutefois avoir été instrumentalisé au service des entreprises dans la mesure où il leur fournit un mode d'autofinancement, les salariés étant fortement incités à investir leur épargne en titres de leur entreprise. Ce mécanisme leur permet dès lors de jouir d'un actionnariat stable constituant bien souvent une arme anti-OPA.

L'ensemble de ces motifs justifie le développement récent de l'actionnariat salarié. Mais l'actionnariat salarié permet-il également de régler les enjeux de pouvoir ? Nous avons vu qu'il semble illusoire d'espérer la constitution d'un quelconque contre-pouvoir au sein des grandes entreprises en l'état actuel de la législation. De même, le développement de l'actionnariat salarié peut laisser dubitatif quant à l'existence de ce même contre-pouvoir au sein des sociétés non cotées dans la mesure où ce type de société est bien souvent familial et la direction est dès lors peu encline à partager son pouvoir.

L'actionnariat salarié semble au contraire s'inscrire au sein du système actuel : il permet aux entreprises de rivaliser avec certaines de leurs concurrentes ayant délocalisé leur production où la main-d'œuvre est bon marché en permettant une réduction du coût du travail compensée par un mode de rémunération variable indexé sur les résultats de l'entreprise. Par ailleurs, il permet la prise en considération du développement du travail précaire dans la mesure où les transferts entre les différents régimes d'épargne et plans d'épargne entre entreprises ont été modifiés afin d'être facilités.

Cette situation symbolise le triomphe du système de droit économique antagoniste au système juridique traditionnel français, plus focalisé sur les intérêts de l'homme. Or, il semble que l'actionnariat salarié, s'il était correctement aménagé, pourrait contribuer à revigorer la thèse de l'intérêt de l'entreprise-institution envisagée comme un regroupement d'intérêts de toutes ses parties prenantes et notamment les salariés, les créanciers, les fournisseurs, etc.

Le mécanisme de l'actionnariat salarié se situe ainsi du point de vue juridique à la croisée des chemins du droit social et du droit des sociétés. Si son efficacité économique a été

démontrée, il conviendrait à présent de mettre en exergue son impact en termes de valeur humaine en permettant aux actionnaires salariés de faire contrepoids au sein de la société car c'est à ce prix que cet actionnariat produira tout son potentiel et continuera à constituer l'un de nos grands avantages comparatifs sur le plan économique.

## ANALYSE DES ARGUMENTS ISSUS DE LA THEORIE FINANCIERE DE LA FIRME CONCERNANT L'EFFICACITE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE

« Toute étude sérieuse de l'organisation économique doit s'intéresser aux implications combinées de la rationalité limitée et de l'opportunisme, ainsi qu'à la question de la spécificité des actifs » (Williamson, 1985).

La théorie financière classique de la firme s'appuie sur deux pans importants de la théorie économique qui sont la théorie des droits de propriété d'un coté et la théorie de l'agence avec la théorie des coûts de transaction de l'autre coté. C'est le résultat d'une représentation purement contractualiste de la firme ayant comme postulat de base une définition de la firme comme un *nœud de contrats* qui sont inévitablement *incomplets* (à cause de la *rationalité limitée* des agents) induisant ainsi des *coûts d'agence* et des *coûts de transaction* (dûs à l'*opportunisme des agents* et aux *asymétries d'information*). L'utilisation de l'outil analytique qu'est le contrat pour expliquer ce qu'est l'entreprise permet *« d'appréhender les mécanismes de partage du « pouvoir » en son sein et d'étudier de quelle manière et par qui elle doit être dirigée »* (Autenne, 2005, p.218). L'approche contractuelle de la firme aborde ainsi essentiellement une dimension de l'entreprise : *les modes de gestion des conflits d'intérêts entre les parties*, les principaux aspects étudiés étant les mécanismes d'*incitation* et de *contrôle* qui permettent de réduire les conflits d'intérêts au sein de la firme.

Cette section sera ainsi consacrée à l'étude de l'actionnariat salarié et de ses possibles effets sur l'efficacité de la firme qui seront présentés et analysés à la lumière des arguments issus de l'approche financière classique. Les changements de la structure de propriété de la firme suite à l'apparition de cette nouvelle catégorie d'actionnaires - les actionnaires salariés de l'entreprise - seront passés en revue, avec les répercussions en termes d'*incitation*, de *contrôle* et de *partage de pouvoir* du point de vue des théories classiques fondamentales dans le champ de la finance et de la gouvernance d'entreprise.

## A. Actionnariat salarie et les droits de propriété de la firme

Le cadre théorique issu des travaux de recherche consacrés à la notion des droits de propriété (Alchian & Demsetz, 1972) est tout naturellement celui vers lequel nous nous sommes tournés pour commencer notre analyse des arguments financiers quant à l'impact de l'actionnariat salarié sur l'efficacité des entreprises l'ayant mis en place. Nous poursuivons ainsi le cheminement logique de notre recherche. En effet, après avoir défini dans la section précédente que du point de vue juridique l'actionnaire salarié est un actionnaire tout aussi légitime que les autres catégories d'actionnaires, notre préoccupation de recherche actuelle est de poursuivre notre étude des avantages et des inconvénients de la structure de propriété de la firme dans laquelle une partie des droits de propriété est détenue par des actionnaires salariés, qu'ils soient cadres dirigeants ou salariés non dirigeants de la firme, en appuyant notre analyse sur les postulats de la théorie des droits de propriété. En termes de répartition des droits de propriété, qui sont accompagnés d'autres droits liés de façon intrinsèque à la détention de droits de propriété, est-ce une structure de propriété efficace ? Quelle pourrait être l'incidence d'une structure de propriété avec actionnariat salarié sur le comportement des agents individuels et sur le fonctionnement et l'efficience du système des relations économiques au sein de la firme ?

### a) Les fondements de la théorie des droits de propriété

L'approche analytique de la théorie des droits de propriété (TDP) est basée sur le fait de considérer que tout échange entre les agents peut être considéré comme un échange contractuel de droits de propriété (Alchian & Demsetz, 1972). Ainsi, la fonction première des droits de propriété est de fournir aux agents économiques des incitations à créer, conserver et valoriser des actifs. L'analyse des droits de propriété est aussi liée à l'existence des coûts de transaction[51], plus fondamentalement, la prise en compte des coûts de transaction est cruciale pour expliquer l'existence des organisations et des institutions qui encadrent les réalités économiques[52] .

[51] Dans une situation hypothétique où les coûts de transaction seraient absents, si les droits sont bien délimités et transférables, il est possible de démontrer que *« l'allocation des ressources et l'équilibre économique réalisé seront efficients et indépendants de la répartition initiale des droits de propriété »* (Autenne, 2005, p.246).

[52] Selon Autenne (2005), ce raisonnement est au cœur des théories contractualistes mais aussi des théories néo-institutionnalistes.

Pour la TDP, la « *propriété se subdivise en trois attributs* : le droit *d'utiliser l'actif, le droit d'en tirer un revenu* et *le droit de revendre à un prix librement négocié les deux droits précédents* » (Autenne, 2005, p.247). La structure de propriété sur laquelle s'appuie la firme doit permettre de bénéficier des avantages de la spécialisation et assurer un système de contrôle et d'incitation efficace.

Dans leur célèbre article de 1972, Alchian et Demsetz soulignent le fait que les problèmes que la firme doit résoudre viennent de la « *production en équipe* » et de la difficulté de mesurer la contribution effective de chaque facteur de production. Ainsi, la clé de la performance de la firme est liée à l'alignement entre la productivité des facteurs et leur rémunération, la firme étant obligée de mesurer et contrôler la productivité et allouer au mieux les rémunérations. La solution proposée par les auteurs de la TDP au problème du *free riding* (stipulant que chacun essaie de faire le moins possible en comptant sur les autres) inhérent à la production en équipe, c'est l'existence d'un agent, le moniteur, qui est un spécialiste du management et de la surveillance qui doit gérer l'équipe de sorte à inciter ses membres à minimiser les coûts résultant de leur interaction. Il se spécialise dans le contrôle des performances des membres de l'équipe[53]. Pour qu'ensuite le dirigeant soit encouragé à collaborer efficacement, le modèle de la TDP le désigne comme étant le bénéficiaire des gains résiduels qui sont le résultat du travail de l'équipe : c'est bien parce qu'il est le bénéficiaire résiduel qu'il est le mieux placé pour exercer les droits de prise de décision et de contrôle. Ainsi, Alchian et Demsetz considèrent que si le moniteur est aussi le créancier résiduel, le fait de posséder le droit de percevoir les créances résiduelles suffit pour inciter le moniteur à veiller à la meilleure utilisation possible des ressources productives et à contrôler adéquatement les membres de l'équipe. La force de l'analyse de la firme proposée par la TDP tient dans « *l'exacte correspondance du moniteur – manager avec le dirigeant – propriétaire de la firme capitaliste* » (Autenne, 2005, p.250).

Les auteurs à l'origine de la théorie des droits de propriété utilisent ensuite, par analogie, le même raisonnement pour rendre compte de la position privilégiée des actionnaires dans la firme managériale (c'est-à-dire les sociétés par actions). La situation de la firme entrepreneuriale est transposable à la firme managériale et ainsi les actionnaires des sociétés managériales bénéficient du même statut analytique que l'entrepreneur – actionnaire de la firme entrepreneuriale. Puis, suite à une délégation de pouvoir de

[53] La productivité d'un individu pouvant être déduite de l'observation de son comportement, « le moniteur doit observer et contrôler le comportement des individus afin d'évaluer précisément leur productivité en fonction de laquelle il doit adapter ensuite les rémunérations » (Autenne, 2005, p.249).

décision, les managers exercent des responsabilités au nom et pour le compte des actionnaires. Enfin, par la prise en compte du rôle disciplinaire des marchés financiers, les actionnaires récupèrent le pouvoir qu'ils délèguent aux managers. La boucle est bouclée grâce au fait que les actionnaires peuvent sanctionner les équipes managériales inefficaces.

### b) L'analyse de la structure de propriété avec actionnariat salarié

L'approche contractualiste et notamment la TDP se montre très critique envers l'actionnariat salarié. Le point de départ de ces critiques, ce sont les arguments avancés par Alchian et Demsetz (1972) qui considèrent que dans n'importe quel type d'équipe production, si les recettes doivent être divisées parmi les membres de l'équipe selon une certaine règle de partage fixée antérieurement (comme il serait le cas dans une grande entreprise avec *n* membres dans laquelle chaque membre obtient *1/n* du montant des recettes), chaque membre d'équipe aura une incitation au *resquillage*[54] parce qu'il va recevoir tous les avantages du fait de tirer au flanc, mais il va supporter seulement une partie du coût au prorata *1/n* des pertes.

C'est aussi ce qui a été appelé "*le problème 1/n*" : le fait de souligner que dans de grandes sociétés cotées, là où on penserait que le besoin de stimulus encourageant l'alignement des intérêts serait plus grand, un employé individuel réalisera par sa participation au capital *via* la mise en place d'un mécanisme d'actionnariat salarié seulement une fraction minuscule (par exemple, *1/n* où *n* est un grand nombre) de bénéfices additionnels que la société obtient grâce à ses efforts supplémentaires. Ainsi, ce n'est pas du tout évident qu'une partie toute minuscule des bénéfices aura beaucoup d'effet encourageant. D'où l'idée qu'un moniteur est nécessaire, avancée par Alchian et Demsetz, pour contrecarrer les incitations au *shirking*. Mais puis, pour s'assurer que le moniteur a les incitations appropriées contre le *shirking*, le moniteur devrait recevoir tout le résiduel économique créé par l'effort de l'équipe. De cette façon, le moniteur supporte tous les coûts de son propre *shirking*. D'ailleurs, le moniteur devrait posséder tous les biens corporels utilisés par l'équipe de sorte qu'il ait une incitation à surveiller que l'utilisation des actifs par les salariés ne soit pas abusée.

Hollandts (2007, p. 35) souligne que les salariés détenant des droits de propriété sur la firme sont confrontés à un dilemme car, ayant droit au rendement résiduel, ils doivent choisir entre faire des efforts considérables inédits pour aligner leurs intérêts en travaillant pour maximiser la créance résiduelle ou bien privilégier leurs intérêts propres

[54] Le terme *shirking* (*angl*). signifie « fuir ses responsabilités, s'esquiver, tirer au flanc ».

sans se soucier de la créance résiduelle, tout en espérant que les autres actionnaires salariés vont contribuer à maximiser cette créance résiduelle. L'auteur suggère ensuite que, compte tenu du fait que l'horizon temporel des salariés est limité à leur présence dans l'entreprise alors que l'horizon temporel des actionnaires est par définition à plus long terme, une contradiction importante surgit, les salariés actionnaires développant une préférence pour le court terme. Cette structure de propriété étant ainsi sous-efficiente comparée à une situation optimale quand la totalité des droits de propriété sont attribués au dirigeant-propriétaire, et dans une moindre mesure par rapport au cas de figure de la grande société[55] avec séparation de la propriété et de la gestion (*ibid.*, p.36).

Par conséquence, les problèmes soulevés par l'argument du « *free rider* » forment le coeur de l'ensemble des critiques avancées par rapport *aux formes d'organisation dans lesquelles les employés sont les propriétaires d'une partie des capitaux propres des sociétés, alors que les capitaux restent présents sur les marchés publiques*.

Le contre argument au *problème 1/n* est que l'effet encourageant de la hausse marginale des retours financiers de chaque employé individuel qui ne fuit pas aux responsabilités (*shirking*) n'est pas le seul mécanisme par lequel l'actionnariat salarié encourage la productivité. L'actionnariat salarié élargi (*broad-based*) est également susceptible de motiver les employés pour contrôler les autres salariés et pour utiliser la pression sociale sur eux pour les encourager à exercer plus d'efforts (en fait, on considère que les salariés actionnaires seraient probablement dans une bien meilleure position pour contrôler les autres salariés qu'un investisseur extérieur). Il y aurait ainsi un effet de *monitoring* avec un impact beaucoup plus fort que l'impact financier direct des actions du salarié sur son propre gain financier, et par conséquent, l'effet total de l'actionnariat salarié peut être beaucoup plus fort que celui sous entendu par le *modèle "1/n"* (Alchian & Demsetz, 1972).

Les partisans de cette idée considèrent généralement que, pour augmenter cet effet du « *monitoring* » caché, l'actionnariat salarié (ou d'autres mécanismes de participation financière des salariés, tels que la participation aux bénéfices) devraient être combiné avec

---

[55] Dans le cas de la grande société, la TDP considère que la séparation entre propriété et gestion n'est pas forcément inefficiente, à condition que les droits de propriété soient affectés à ceux qui sont les plus à mêmes d'assurer l'efficacité de la structure de propriété atténuée (les actionnaires externes), pour éviter les éventuels conflits d'intérêt. La TDP remplace ainsi, dans le cadre de la grande société, la notion de la « confusion entre la propriété et la gestion » par l'idée de la « spécialisation avantageuse » (Alchian, 1987). Ce transfert théorique suscite néanmoins beaucoup de critiques chez différents auteurs ayant souligné qu'il s'agissait ici plus d'une thèse que d'une vraie démonstration (Coriat & Weinstein, 1995; Gomez, 2003b).

des programmes de participation des salariés et des changements institutionnels et culturels au sein de la société, conçus pour augmenter la coopération et le contrôle mutuels au sein de la firme.

En effet, les études empiriques sur l'actionnariat salarié et généralement sur les régimes de participation financière des salariés tendent à appuyer cette hypothèse: ni les régimes de participation des salariés, ni les dispositifs d'actionnariat salarié / participation aux bénéfices pris séparément ne suffisent pas pour obtenir un très grand impact sur la productivité de la firme. Mais c'est en les associant que l'on remarque des améliorations de la productivité[56].

Plus tard, d'autres chercheurs ont noté que la solution proposée par Alchian et Demsetz fonctionne seulement dans les situations dans lesquelles le travail que les membres d'équipe effectuent peut être facilement contrôlé[57]. Si la nature du travail est complexe, difficile à évaluer, difficile à contrôler, et difficile à être définie dans un contrat, il est moins évident que les formes d'organisation dans lesquelles un capitaliste possède les actifs, embauche tous les « éléments entrants » (*inputs*) du facteur travail, et réclame tous les retours résiduels, mèneront nécessairement à des résultats supérieurs. En fait, ces chercheurs ont conclu que c'est précisément dans ces circonstances que le partage des droits de propriété avec les employés *via* l'actionnariat salarié pourrait augmenter l'efficacité (Holmstrom, 1982; Putterman, 1993). L'actionnariat salarié peut améliorer la performance de la firme en diminuant le conflit entre le management et le travail et en servant d'incitation collective pour améliorer la coopération sur le lieu de travail, le partage des informations, etc. Pour améliorer la coopération des salariés et afin d'encourager un rendement plus élevé, les sociétés peuvent combiner l'actionnariat salarié avec le participation des salariés à la prise de décision et d'autres politiques de ressources humaines pour encourager le sens de propriété des salariés, pour mieux dégager leurs

[56] Voir p.ex. Weitzman et Kruse (1990) ou bien Kruse et Blasi (1997). Ces derniers ont revu cinquante-cinq études empiriques qui utilisaient des techniques statistiques quantitatives vérifiables pour étudier le lien entre l'actionnariat salarié, les attitudes et les comportements des employés, et la performance de la firme. Cette revue de littérature n'a trouvé aucun impact automatique de l'actionnariat salarié sur la productivité de la firme ou bien sur la rentabilité. Cependant, les chercheurs soulignent que plusieurs études ont indiqué une meilleure performance (ou bien une performance inchangée) sous le régime d'actionnariat salarié, en mettant en avant le fait que presque aucune étude n'a trouvé une plus mauvaise performance. Les résultats indiquent ainsi que les firmes avec actionnariat salarié avaient eu des niveaux de rentabilité semblables à ceux d'autres sociétés de même taille et du même secteur d'activité. Mais là où des différences dans la performance existaient, elles tendaient à indiquer une meilleure performance pour les sociétés avec actionnariat salarié.

[57] Voir Holmstrom (1982) et Putterman (1986).

compétences et favoriser la circulation des informations, afin de créer l'esprit d'appartenance à l'entreprise et des normes plus élevées de travail[58].

Les arguments théoriques majeurs contre l'actionnariat des salariés sont basés sur l'analyse issue du cadre de la théorie des droits de propriété concernant les problèmes de l'action collective qui surgissent dans n'importe quelle entreprise qui est conjointement possédée par de multiples individus. Hansmann (1988) signale que les problèmes de regrouper les préférences de l'ensemble des participants d'une entreprise peuvent être graves, et donc les dispositions de gouvernement seront plus efficaces si les droits de contrôle (considérés comme étant le dispositif le plus important de la notion de la « propriété ») sont limités à l'unique classe des « patrons ». En outre, les droits de propriété devraient aller à l'ensemble de patrons dont les intérêts dans la société sont les plus homogènes.

Malgré les multiples exceptions explorées dans ses analyses, Hansmann maintient néanmoins que les patrons seront souvent des fournisseurs du capital financier, dont l'intérêt est généralement retenu par un métrique unique: les bénéfices résiduels de l'entreprise. Puisque les intérêts des employés, en revanche, sont susceptibles d'être beaucoup plus complexes, multicouches, et hétérogènes, Hansmann suggère que l'actionnariat salarié est moins susceptible d'être une forme de propriété attrayante dans la plupart des situations.

Toutefois, les conclusions de Hansmann ne sont pas entièrement négatives au sujet de l'actionnariat salarié. Il note en fait que dans la pratique, quand les implications des employés sont hautement homogènes, l'actionnariat salarié est souvent plus efficace que la propriété des investisseurs. Cependant, dans les situations ou les intérêts de la main-d'œuvre sont hétérogènes, l'auteur avance que le contrôle direct des salariés sur la société apporte des coûts substantiels, qui sont généralement assez grands pour être supérieurs aux avantages que l'actionnariat salarié offre autrement. Hansmann conclut ainsi que l'actionnariat salarié restera en grande partie confiné aux sociétés avec des classes hautement homogènes des salariés actionnaires, tels que les professions de service, y compris le droit, la comptabilité, les opérations bancaires d'investissement, le conseil en gestion, la publicité, l'architecture, l'ingénierie, et la médecine.

---

[58] Une autre objection théorique quant aux dispositifs d'incitation collective tels que l'actionnariat salarié est qu'ils peuvent affaiblir les incitations des gestionnaires pour contrôler étroitement les travailleurs (Alchian et Demsetz, 1972). Les incitations collective peuvent, cependant, mener à une amélioration de la performance si les travailleurs obtiennent de plus grandes informations sur la performance des collègues et si ces mécanismes d'incitation collective suscitent le partage utile des informations et la pression sur les pairs (Dow & Putterman, 2000).

Un autre argument à l'encontre de l'actionnariat salarié avancé par la TDP concerne le fait que l'attribution des droits de propriété aux salariés implique, outre l'attribution des droits aux rendements résiduels, l'octroi d'un droit au contrôle résiduel, autrement dit – une partie de la fonction *monitoring* est réservée aux salariés actionnaires qui doivent exercer un *monitoring* interne au sein de la firme. Hollandts (2007) souligne ainsi que les salariés actionnaires doivent intégrer des intérêts divergents, potentiellement contradictoires, de par leur double statut, ce qui risque de diminuer l'efficacité globale de la fonction de *monitoring*. L'auteur affirme que « *le danger potentiel du monitoring des actionnaires salariés est de faire exercer le contrôle par ceux qui sont contrôlés* », ce qui mènerait à une forte dégradation de l'efficacité tant interne (des dirigeants sur les salariés) qu'externe (des actionnaires vers les dirigeants) de la fonction et du système de monitoring, en raison des « *interférences causées par les relations hiérarchiques et en raison de leurs intérêts divergents de ceux des actionnaires externes* ». Ainsi, partant du postulat que le fait d'être salarié et actionnaire est contradictoire car « *les intérêts et les fonctions d'utilité et de comportements sont divergents* », Hollandts va jusqu'à la conclure que « *les actionnaires salariés sont potentiellement schizophrènes* » (*ibid*., pp.42-43).

Pour clore notre analyse de l'efficacité de la structure de propriété avec actionnariat salarié basée sur le cadre théorique contractualiste fournit par la TDP, nous avons constaté que la majorité des arguments théoriques met finalement en avant « *une moindre efficacité* » de cette structure de propriété. L'actionnariat salarié contiendrait selon les tenants de la TDP certaines « *limites inhérentes à sa propre efficacité* », tels que les inévitables conflits d'intérêts, des coûts supérieurs de prise de décision collective, des difficultés liées au monitoring interne, une divergence d'horizon temporel et préférence pour le présent (Hollandts, 2007, p. 37).

Nous allons cependant tâcher de démontrer dans notre prochaine section que le cadre théorique de la TDP possède néanmoins certaines faiblesses intrinsèques qui limitent son pouvoir d'analyse des nouvelles formes organisationnelles actuelles. Toutefois, il faut aussi souligner le fait qu'une grande partie des critiques avancées à l'encontre du mécanisme de l'actionnariat salarié trouvent leur origine dans l'extrapolation des critiques adressées aux coopératives, avec toutes les difficultés liées à la prise de décisions managériales collectives au sein de la firme à cause de l'hétérogénéité des préférences des salariés (Blair, 1995, 1997; Blair, Kruse, & Blasi, 2000; Blair & Roe, 1999).

### c) Les faiblesses du cadre analytique de la TDP pour analyser l'organisation de la société capitalistique moderne

L'aspect central qui justifie l'efficience de la firme classique selon les postulats fondamentaux de la TDP dérive de l'attribution de l'ensemble des droits au dirigeant ce qui est supposé être dans l'intérêt rationnel de chacun. Dans son analyse économique du droit de l'actionnariat salarié, Autenne (2005) souligne fort judicieusement la *limite de l'application* de la TDP (conçue sur le modèle de la firme entrepreneuriale) à la grande société par actions moderne dotée d'une structure managériale complexe. En effet, l'apparition de la société anonyme par actions impliquant une *séparation de la propriété et du contrôle* , mise en évidence et analysée par Berle et Means (1932), ceci affaiblit l'efficience de la structure des droits de propriété ainsi que la puissance explicative de la TDP[59]. Au contraire, les défenseurs de la TDP croient dans l'efficience de l'organisation de la société par actions sur la base d'un argument de *sélection naturelle* considérant le fait que la société par actions se soit imposée comme forme contractuelle librement choisie comme étant la preuve de son efficience (Coriat & Weinstein, 1995).

Nous reviendrons plus loin sur cet affaiblissement de la puissance explicative de la TDP quand nous aborderons les limites de l'approche théorique contractualiste de la firme pour l'analyse de l'actionnariat salarié.

Il faut toutefois souligner pout l'instant le caractère problématique de la conception de l'efficience mobilisée par la TDP et de son application telle quelle, sans aucun aménagement théorique, pour observer et étudier l'organisation de la société capitalistique moderne, dont le principal critère descriptif à l'heure actuelle est le phénomène de *« la massification de l'actionnariat »* (Gomez, 2003b, 2009; Gomez & Korine, 2009).

Autrement dit, partant du constat que la correspondance exacte du moniteur – manager et du dirigeant – propriétaire de la firme capitaliste n'est ainsi plus (que très rarement)

---

59 Comme le souligne encore Autenne (2005, p.251), les théoriciens de la TDP relativisent la perte de l'efficacité issue de la séparation de la propriété et du contrôle (résultat d'une grande dispersion de l'actionnariat qui va de pair avec le transfert du contrôle de l'entreprise dans les mains des managers) en s'appuyant sur l'argument des contraintes du marché (le marché des dirigeants, le rôle disciplinaire des OPA). L'hypothèse d'efficience des marchés est utilisée pour défendre la firme à capital dispersé considérant que les actionnaires récupèrent, grâce au marché financier, le pouvoir qu'ils avaient dans un premier temps perdu (Alchian, 1984). Autrement dit, la *spécialisation avantageuse* issue de la séparation de la propriété et de la gestion est défendue par les tenants de la TDP comme étant la source de l'efficacité de la grande société par actions, en lieu et place de *la confusion entre la propriété et la gestion* dans la firme entrepreneuriale qui rend cette structure de propriété la plus efficace.

d'actualité, en tout cas en ce qui concerne le cas des entreprises françaises cotées qui sont au cœur de notre recherche doctorale, le chercheur doit tenir compte aujourd'hui de cet affaiblissement du pouvoir explicatif des arguments issus de la TDP pour l'analyse des nouveaux modes d'organisation du travail et des nouvelles formes de structure de propriété des firmes au 21ième siècle (Boutiller & Uzundis, 2006), ce qui n'a pas toujours été le cas en ce qui concerne les recherches réalisées antérieurement sur l'efficacité du mécanisme de l'actionnariat salarié.

Ce constat fort important va nous permettre de relativiser, voire de démontrer l'incohérence de certaines critiques émises à l'encontre du mécanisme de l'actionnariat salarié, basées en grande partie sur les postulats fondamentaux de la TDP, postulats qui peuvent amener de la confusion si appliqués tels quels par les chercheurs afin d'analyser des phénomènes récents issus de l'évolution du capitalisme managérial vers une nouvelle forme de capitalisme, le capitalisme patrimonial qui est en train de prendre forme aujourd'hui (Aglietta, 1999, 2001; Aglietta & Rebérioux, 2004; Gomez, 2003b, 2009; Gomez & Korine, 2009; Douglas Kruse et al., 2004; Meek, 1993; Poole, 1992; Rebérioux, 2003; Sesil, Kroumova, Blasi, & Kruse, 2002; Sesil, Kroumova, Kruse, & Blasi, 2005; Stiglitz, 2002, 2003, 2009).

Pour conclure cette section, il nous semble en effet que le cadre théorique contractualiste a du mal à intégrer l'analyse du mécanisme de l'actionnariat salarié, preuve évidente à notre avis de son insuffisance théorique pour considérer la réalité économique des entreprises modernes. Nous avons vu que le cœur du raisonnement d'Alchian et Demsetz repose sur une analyse de la firme entrepreneuriale dans laquelle il n'y a pas de dissociation entre les actionnaires et les propriétaires, ce qui est loin d'être le cas dans la situation économique actuelle.

Nous allons maintenant approfondir l'étude de l'efficacité du mécanisme de l'actionnariat salarié en mobilisant la théorie financière autour de la question de la structure du capital de la firme, basée principalement sur la théorie de l'agence et la théorie du signal.

## B. Actionnariat salarié et la structure du capital de l'entreprise

La composition du passif de l'entreprise, c'est-à-dire la proportion relative de dettes et de capitaux propres, détermine la structure financière (ou structure de capital) de l'entreprise. Une des décisions financières importantes pour l'entreprise, c'est le choix des différents titres financiers (de propriété ou de dette) émis par une entreprise pour lever des capitaux servant à financer différents projets d'investissement de l'entreprise. Dans cette section, nous nous interrogeons sur l'influence que peut avoir une augmentation de capital réservée aux salariés sur la structure de capital et sur la valeur de la firme.

La théorie moderne de la structure financière de l'entreprise commence avec le célèbre article de Modigliani et Miller de 1958 où les auteurs avancent l'hypothèse que dans le cadre de marchés de capitaux parfaits, la valeur d'une entreprise n'est pas influencée par sa *structure financière* (c'est-à-dire le choix que fait l'entreprise entre émettre de nouvelles actions ou recourir à l'endettement pour financer des nouveaux projets d'investissement). Pour aboutir à ce résultat, Modigliani et Miller se sont appuyés sur l'argument qui suit : en l'absence d'impôts et coûts de transaction, le total des flux de trésorerie dont bénéficient les investisseurs (actionnaires et créanciers) est égal aux flux de trésorerie de l'actif de l'entreprise. Ainsi, *« tant que les choix financiers de l'entreprise ne modifient pas les flux de trésorerie de ses actifs, il n'y a aucune raison pour que ceux-ci influencent sa valeur ou le montant des capitaux qu'elle peut lever »* (Berk & Demarzo, 2008, p.455).

Néanmoins, compte tenu du fait qu'en pratique les conditions sous jacentes de l'hypothèse de perfection des marchés de capitaux (absence d'impôts, absence de coûts de transactions, pas de frais d'émission de titres) ne sont pas réunies, la conclusion de Modigliani et Miller (1958) quant à l'absence de structure financière optimale ne peut pas être vérifiée empiriquement. Autrement dit, comme ces conditions ne sont pas remplies dans la réalité (parce qu'en pratique les marchés de capitaux sont loin d'être parfaits), « *la structure financière a des effets sur la valeur de l'entreprise, à cause justement des imperfections de marché »* (Berk & Demarzo, 2008, p.455).

Selon le théorème de Modigliani et Miller, le financement par dette est moins risqué pour une entreprise que l'émission des actions, le coût de la dette étant plus faible que celui des capitaux propres. Mais comme l'endettement augmente les risques pris par les actionnaires, ceci a pour effet d'augmenter la rentabilité exigée par les actionnaires, et donc le coût des capitaux propres. Dans les travaux relatifs à la structure financière des entreprises qui leurs ont valu le Prix Nobel d'économie, les chercheurs démontrent que si

les marchés sont parfaits, ces deux phénomènes se compensent et le coût moyen pondéré du capital est insensible à la structure financière de l'entreprise. Ainsi, sous l'hypothèse de la perfection des marchés financiers, « *les décisions financières ne créent ni ne détruisent de la valeur, mais permettent en revanche de modifier le risque, et donc la rentabilité, de l'entreprise* » (*ibid.*, p. 477).

Mais les résultats de Modigliani et Miller signifient, réciproquement, qu'une modification de la structure financière peut influencer la valeur de l'entreprise si les marchés financiers ne sont pas parfaits, les auteurs ayant justement mis en évidence les conditions qui peuvent avoir une influence sur la composition de la structure de capital de la firme (Harris & Raviv, 1991). Autrement dit, la structure financière optimale dépend donc des imperfections de marché[60] : coûts d'agence, coûts liés aux asymétries informationnelles, coûts des difficultés financières, fiscalité.

Dès lors, la question qui nous préoccupe ici c'est de savoir si les responsables de la politique financière d'une entreprise peuvent utiliser le mécanisme de l'actionnariat salarié afin d'exploiter les imperfections de marché permettant de créer de la valeur. Notamment, est-ce que le choix de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés peut se révéler sous certaines conditions plus avantageux pour la firme que de recourir à la dette par exemple ? Qu'en est-il de la détention d'actions par les cadres dirigeants de la firme ?

Nous allons donc procéder à l'analyse de l'impact des facteurs cités plus haut dans le cas de la présence de l'actionnariat salarié (destiné aux dirigeants tout comme aux salariés non dirigeants de la firme) dans la structure de capital d'une entreprise française.

Parmi les imperfections de marché citées par Harris et Raviv (1991), c'est la fiscalité qui a les conséquences les plus importantes car les charges d'intérêts sont déductibles de l'assiette imposable de l'entreprise, ce qui n'est pas le cas pour les dividendes. En effet, l'existence d'un système fiscal rend important le choix de la structure de capital de l'entreprise car certaines structures financières permettent de réduire les impôts que les entreprises ou les investisseurs doivent payer (et aussi les salariés qui deviennent actionnaires de leur entreprise comme nous le verrons plus loin).

Compte tenu des arguments exposés en début de cette section, le recours à la dette fait courir à l'entreprise un risque de faillite en augmentant ainsi les risques pris par

[60] Pour une synthèse des résultats issus des différentes recherches concernant l'influence des facteurs déterminants potentiels de l'efficacité de la structure du capital de l'entreprise, le lecteur pourra se référer fort judicieusement à Harris & Raviv (1991).

l'entreprise, ce qui peut faire peser sur l'entreprise des coûts qui diminuent sa valeur. Suivant cette analyse, si l'endettement augmente le risque et par conséquent la rentabilité exigée par les actionnaires, et que cela accroît finalement le coût des capitaux propres, alors les fonds que l'entreprise obtient *via* une augmentation du capital réservée aux salariés lui permettent de diminuer (ou de ne pas augmenter) d'autant le montant de sa dette, ce qui ne fera pas augmenter le coût des capitaux propres de l'entreprise au final.

Par ailleurs, suite à la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié, l'entreprise bénéficie de certains avantages fiscaux. De tels avantages aident et encouragent la mise en pratique de ce dispositif sans toutefois être une motivation en soi pour l'entreprise (Garfatta, 2010).

Les conséquences de la fiscalité sont également à prendre en compte dans l'analyse des questions liées à la décote ou bien à l'abondement que pratiquent la plupart des entreprises ayant décidé de mettre en place un mécanisme de l'actionnariat salarié. En dehors des effets incitatifs attendus de la détention des actions par les salariés (sur lesquels nous reviendrons plus loin), l'actionnariat salarié joue aussi le rôle de mécanisme de rémunération différée pour les salariés, ce mécanisme ayant certains avantages fiscaux tant pour l'entreprise que pour les salariés (quand ils respectent les conditions de blocage imposées par la loi). Car en effet, les entreprises qui adoptent l'initiative de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié recherchent souvent à atteindre un double objectif : mieux rémunérer les salariés et améliorer en même temps la performance organisationnelle en motivant les salariés qui partagent ainsi les mêmes intérêts financiers que l'organisation (Wagner, Parker, & Christiansen, 2003).

Ainsi, l'abondement versé par une entreprise française est déductible de l'assiette d'imposition sur les bénéfices et est exonéré de cotisations de sécurité sociale dans le cadre d'un PEE. Concrètement, si le montant de la décote ou de l'abondement était distribué par l'entreprise sous forme de salaire, alors cela couterait plus cher à l'entreprise de par le montant de charges patronales, et le salarié recevrait moins car il paierait des charges sociales aussi. Pour essayer d'avoir une idée des économies réalisées par l'entreprise et par le salarié, il faut savoir que le fait de distribuer 100 euros en abondement équivaut à 150 euros pour l'entreprise et 80 euros pour le salarié sous forme de rémunération immédiate (salaire). On comprend aisément que la fiscalité apporte certains avantages tant à l'entreprise qu'au salarié. De plus, si le salarié investit le montant de sa participation ou bien son épargne personnelle en actions de l'entreprise pendant plus de cinq ans (sur un PEA), cela lui permet d'éviter totalement l'impôt sur les plus-values en capital. En même temps, l'entreprise obtient 500 euros investis en capital (car souvent le taux de l'abondement ou de la décote est de 20%). C'est aussi une fraction du capital plus stable

(tenant compte de la période de blocage généralement associée à ce type d'investissement), qui peut jouer un rôle important en cas d'OPA hostile par exemple.

Nous comprenons mieux maintenant le fait que les entreprises trouvent forcément leur intérêt en procédant à des opérations d'augmentation de capital réservées aux salariés. La fiscalité associée aux mécanismes de la participation aux bénéfices et de l'actionnariat salarié est tout aussi avantageuse aux salariés qu'à l'entreprise en général (dirigeants et actionnaires externes). Dans le cas contraire, les actionnaires externes réunis en Assemblée Générale ne voteraient sûrement pas les décisions concernant les augmentations de capital réservées aux salariés, sachant que les dispositifs de la décote ou de l'abondement pourraient être considérés comme des mécanismes ayant un effet dilutif sur le capital. En effet, le capital par action des actionnaires souffre aussi d'une dilution, lorsqu'une entreprise offre des actions nouvellement émises à ses salariés (Garfatta, 2010). En théorie, cette dilution peut être compensée si l'entreprise augmente sa productivité et sa rentabilité du fait de la plus grande motivation de son personnel et de l'augmentation du fonds de roulement (Chang, 1990; Jones & Kato, 1995; Sesil et al., 2001).

### a) Actionnariat salarie et la théorie de l'agence

Tout un pan de la recherche sur les déterminants de la structure du capital s'est construit autour des arguments issus du cadre théorique proposé par la théorie de l'agence[61] (Fama & Jensen, 1983a; Harris & Raviv, 1991; Jensen & Meckling, 1976).

La théorie de l'agence trouve ses origines dans le célèbre article de Jensen & Meckling (1976) qui combine l'analyse de la structure contractuelle et celle du système des droits de propriété afin de démontrer l'efficience des organisations économiques et financières caractéristiques du capitalisme contemporain (Autenne, 2005, p.221).

La théorie de l'agence se donne comme objectif d'étudier le fonctionnement réel des organisations, c'est-à-dire les mécanismes d'incitation et de coordination des membres de la coalition. Elle s'attache à expliquer les formes organisationnelles comme modes de

[61] Deux branches existent au sein de ce cadre théorique. La théorie normative (ou « *théorie principal - agent* ») est plus formalisée et moins intéressée par l'étude des problèmes de gestion, en développant des modèles pour étudier les contrats optimaux pour partager le risque entre les agents. Puis, la théorie positive de l'agence vise plus directement la compréhension de la structure et du fonctionnement des organisations (Autenne, 2005, p.220). La théorie positive de l'agence « cherche principalement à comprendre les effets des modifications de l'environnement contractuel et des techniques de surveillance et de dédouanement sur la forme des contrats et la survie des organisations » (Charreaux, 1998a, p.3).

résolution des conflits, en s'appuyant sur les principaux mécanismes de coordination qui sont l'incitation *versus* la surveillance ou le contrôle pour étudier les conséquences comportementales que la structure des droits de propriété est susceptible d'entraîner.

Dans la théorie de l'agence, une personne, le principal, signe un contrat avec une autre personne, l'agent, qui s'engage à agir pour le compte du principal en contrepartie d'une certaine rémunération (Fama & Jensen, 1983a). Brousseau définit la théorie de l'agence par rapport à son intérêt pour « *la mise au point de contrats bilatéraux destinés à résoudre les nombreux problèmes de coordination (aléa moral, sélection adverse, partage du risque, etc.) se posant entre un individu – le principal – et un autre – l'agent – lorsque, premièrement, l'agent a le loisir de choisir un comportement parmi plusieurs possibilités ; deuxièmement, l'action de l'agent affecte le bien-être des deux parties ; troisièmement, les actions entreprises par l'agent sont difficilement observables par le principal* » (1993, p.6).

Jensen et Meckling considèrent que toute coopération entre agents économiques pose les problèmes caractéristiques d'une relation d'agence, la préoccupation principale qui en ressort étant de trouver le moyen de réduire les coûts d'agence qui se décomposent en trois catégories (Charreaux, 1999) : les dépenses de surveillance et d'incitation engagées par le principal pour orienter le comportement de l'agent, les coûts d'obligation supportés par l'agent (pour garantir qu'il n'agira pas de sorte à léser le principal), la perte résiduelle correspondant à l'écart entre les résultats de l'action de l'agent et ce qu'aurait donné un comportement maximisant l'utilité du principal. Hollandts (2007, p.48) rappelle que « *l'opportunisme généralisé constitue le cadre d'action des différents individus, agents ou principaux* ». Certains auteurs (Gomez, 1996; Wirtz, 2002a) nuancent pourtant le postulat fondamental concernant l'opportunisme des agents avancé par le cadre théorique de l'agence. Ils soulignent le fait que la théorie de l'agence examine les effets de la réalisation de l'opportunisme ou de la crainte de sa réalisation comme étant équivalents en termes de conséquences sur les comportements. Ainsi, les agents ne sont pas vus comme étant systématiquement opportunistes, mais le simple fait qu'ils puissent l'être suffit à créer le doute.

La situation du principal dans la relation d'agence qui le lie à son agent est la suivante. Premièrement, le principal et l'agent peuvent avoir des objectifs conflictuels, avec la coûteuse difficulté (*monitoring costs*) que rencontre le principal pour contrôler le comportement actuel de l'agent. Secondement, les agents sont supposés être plus opposés à la prise de risque que le principal parce que leur capital humain, leur actif clé, n'est pas diversifié. En revanche, le principal est supposé avoir probablement un portefeuille

diversifié. Le défi de la théorie de l'agence est de spécifier le contrat le plus efficient qui va garantir que les actions de l'agent sont compatibles avec les intérêts du principal, typiquement la maximisation du profit ou bien la création de valeur ; les coûts d'agence du principal doivent être inférieurs à la performance qu'il obtient de la part de ses agents.

Alors que la théorie de l'agence est typiquement appliquée dans le cas où le propriétaire est le principal et les dirigeants – ses agents, des coûts d'agence apparaissent dans toute situation qui implique des efforts de coopération entre deux personnes ou plus, même si il n'y a pas de relation principal – agent nettement définie (Jensen & Meckling, 1976, p.309). Effectivement, à l'origine, la théorie de l'agence fût développée autour des conflits d'agence susceptibles d'apparaître entre les actionnaires, les dirigeants et les créanciers, « *mais elle peut aussi s'élargir au faisceau de relations « actionnaires - dirigeants - salariés - créanciers »*, l'objectif étant de *« minimiser les coûts d'agence sur l'ensemble du faisceau relationnel »* (Autenne, 2005, p.222).

En fait, dans le cadre théorique de l'agence, les différents mécanismes sont analysés principalement dans une perspective disciplinaire, avec l'objectif de minimiser les coûts d'agence qui résultent des conflits entre les différents agents économiques, notamment entre les actionnaires et les dirigeants. Les mécanismes efficients sont ceux qui permettent d'assurer la convergence des intérêts, en résolvant les conflits au moindre coût, en supposant que la sélection naturelle joue, en conférant une meilleure capacité de survie. La vision retenue par la théorie des coûts de transaction est analogue, les mécanismes les plus efficaces étant censés minimiser les coûts de transaction, dont les coûts d'agence constituent des éléments particuliers (Charreaux, 1996, p. 24).

Dans le cadre d'agence, les intérêts des différentes parties prenantes peuvent être identifiés de la manière suivante (Hollandts, 2007, p. 51) : les actionnaires contractent avec les dirigeants et avec les salariés. Ils seront rémunérés sur la base de la valeur résiduelle, une fois les salaires, les intérêts et les impôts seront déduits. L'efficacité du contrat se manifeste pour eux par une maximisation de leur profit et / ou de la valeur de la firme, une minimisation de la rémunération des autres contractants tout en maintenant les relations contractuelles. L'intérêt des dirigeants et des salariés consiste à minimiser l'effort consenti, tout en maximisant leur rémunération, et en maintenant la relation contractuelle.

La théorie de l'agence considère en effet qu'une relation d'agence devient conflictuelle en présence de divergences d'intérêts entre le principal et l'agent, à cause de l'imparfaite observabilité des coûts d'établissement et d'exécution des contrats. Les conflits opposant dirigeants et salariés proviennent essentiellement du caractère incomplet des contrats

(Caby & Hirigoyen, 2005 ; Desbrières, 2002) et de la tendance que chacun a à privilégier son propre intérêt. Notamment, les salariés peuvent adopter des comportements allant à l'encontre des intérêts des dirigeants et actionnaires (par exemple, la réduction des efforts individuels) et ce afin de compenser le caractère non diversifiable de leur investissement en capital humain (Desbrières, 2002).

Pour limiter les sources de conflits, pouvant engendrer des pertes de qualité, de productivité et de performance afin d'assurer la convergence des intérêts des salariés avec ceux des dirigeants et actionnaires (sous l'hypothèse que les intérêts des dirigeants et des actionnaires sont confondus), des mécanismes d'incitation et de contrôle peuvent être mis en place, dont notamment l'actionnariat salarié (Garfatta, 2010).

Selon Harris et Raviv (1991), les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants surgissent notamment parce que les dirigeants détiennent moins de 100% de créances résiduelles. En conséquence, ils ne bénéficient pas de tous les gains issus des efforts réalisés pour augmenter les profits de l'entreprise, et peuvent être tentés à produire moins d'efforts pour maximiser les bénéfices de la firme et profiter personnellement des ressources de la firme en s'octroyant des privilèges importants. Cette inefficacité peut être réduite en augmentant la fraction du capital de la firme détenue par les dirigeants (Harris & Raviv, 1991, p.300). Il s'avère ainsi que l'actionnariat salarié destiné aux cadres dirigeants de la firme peut avoir une influence positive sur l'efficacité de la firme en alignant les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. L'actionnariat des dirigeants serait ainsi un fort outil d'incitation à disposition des autres investisseurs permettant de réduire les trois types de coûts d'agence mentionnés plus haut.

L'hypothèse d'alignement d'intérêts est aussi valable pour analyser la relation entre les actionnaires salariés non dirigeants de la firme et les actionnaires externes à l'entreprise, *«l'actionnariat salarié, quant à lui, étant analysé comme un contrat incitatif visant à orienter le comportement des travailleurs vers la création de valeur actionnariale, c'est-à-dire visant à aligner les intérêts des travailleurs sur ceux des actionnaires »* (Autenne, 2005, p.232). Plusieurs travaux de recherche aboutissent à la conclusion que l'actionnariat salarié permettrait de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires (Desbrières, 1989, 1997a, 1997b, 2002; Gamble, Culpepper, & Blubaugh, 2002; Long, 1980). L'idée est que la détention d'actions par les salariés aligne leurs intérêts avec ceux des actionnaires externes et constitue, par conséquent, un mécanisme d'incitation contribuant à réaliser l'objectif de la firme à savoir, la maximisation de la valeur des fonds propres ou la valeur actionnariale (Garfatta, 2010).

Dans ce cadre d'analyse, les salariés actionnaires sont supposés maximiser leur utilité (Desbrières, 1997b, 2002). Les salariés actionnaires détiennent du coup le rôle du principal dans le cadre de la nouvelle relation d'agence au sein de la firme. Hollandts souligne que « *finalement, le sens de la relation importe peu puisque le but global de la firme est de maximiser l'efficacité globale de la firme et le profit des actionnaires*» (Hollandts, 2007, p.52). L'auteur s'intéresse aussi à la façon dont l'actionnariat salarié pourrait s'insérer dans les multiples relations d'agence que nous venons de mettre en perspective. Il signale que « *l'apparente singularité d'être à la fois actionnaire et salarié (donc principal et agent) ne pose pas de réels problèmes théoriques, hormis en ce qui concerne la relation des salariés vis-à-vis de leurs dirigeants* » (*ibid*., p. 54). Cependant, Hollandts poursuit son analyse en considérant que « *le fait de concéder des actions et des droits de propriété aux salariés entraîne des inefficiences à trois niveaux (...) qui peuvent se manifester dans le cadre de trois types de relations d'agence : entre actionnaires salariés et salariés ; entre actionnaires salariés et actionnaires externes ; entre actionnaires salariés et dirigeants* » (*ibid*., p.54). L'auteur craint en effet qu'il puisse y avoir lieu une possible confusion d'intérêts divergents et une augmentation des possibilités de réalisation des comportements opportunistes de la part des actionnaires salariés qui, « *réduisant à la fois l'asymétrie informationnelle en leur défaveur vis-à-vis des actionnaires et des dirigeants et en augmentant celle en leur faveur vis-à-vis des salariés non actionnaires (...) sont mieux informés et (...) placés dans une position privilégiée pour évaluer la performance et la valeur de l'entreprise et par conséquent de leur portefeuille* » (*ibid*., pp. 55-56). Il en déduit dès lors une possible augmentation des coûts d'agence pour l'entreprise. Nous reprendrons plus loin l'analyse de l'actionnariat salarié et les questions liées aux asymétries d'informations mises en avant par la *théorie du signal* pour démontrer que cette conclusion un peu hâtive relève plus d'une thèse que d'une démonstration.

Quant à la relation entre les salariés actionnaires et les dirigeants, effectivement, théoriquement, les actionnaires salariés doivent exercer un *monitoring* sur les dirigeants afin de s'assurer qu'ils gèrent bien l'entreprise dans les intérêts des actionnaires (y compris les salariés). Cette notion de contrôle rejoint la question du pouvoir et de l'impact de l'actionnariat salarié sur l'exercice de ce pouvoir au sein de la firme que nous allons analyser de manière plus approfondie dans la section suivante consacrée à la gouvernance de l'entreprise ayant mis en place de l'actionnariat salarié.

La théorie de l'agence s'intéressant à la problématique de l'incitation / contrôle au sein de la firme, ce cadre théorique est aussi souvent mobilisé dans les recherches concernant les meilleurs modes de rémunération des salariés, permettant ainsi d'aborder le phénomène

sous un autre angle d'analyse, considérant l'actionnariat salarié comme étant une forme de rémunération collective, différée dans le temps. En effet, l'augmentation de l'utilisation des systèmes de rémunération collectifs, basés sur les résultats est compatible avec la théorie de l'agence (Eisenhardt, 1989).

Si on suit le raisonnement de ce cadre théorique, deux types de contrats de rémunération incitatifs peuvent exister : basés sur le comportement (avec une surveillance intensive) ou bien basés sur le résultat (Milgrom & Roberts, 1997). Les contrats basés sur le comportement (*behaviour - based*) se focalisent sur le contrôle des actions des employés et nécessite un niveau supérieur de surveillance, direction et intervention de la part du principal. Un tel mode de contrôle est approprié quand le processus de fabrication (input – output) est bien compris et qu'il n'existe pas de mesure fiable des résultats individuels. En revanche, les contrats basés sur la performance obtenue sont préférables quand le processus de travail n'est pas bien compris et que des mesures fiables des résultats existent. De tels contrats basés sur la performance nécessitent moins de contrôle de la part des managers - d'autant plus que le processus de fabrication étant plus complexe, cela coûterait plus cher de vouloir le surveiller – et sont souvent accompagnés des systèmes de rémunération tels que l'intéressement, la participation aux résultats des salariés ou bien la détention des actions de l'entreprise par ses salariés (W.G. Ouchi, 1977, 1978, 1979). D'ailleurs, quand tous les salariés sont concernés par ces systèmes de rémunération basés sur la performance, cela peut être un moyen effectif de sélection et de socialisation garantissant que les employés se comportent de façon à atteindre les objectifs de l'organisation, en renforçant sa culture de la performance (Deckop, Mangel, & Cirka, 1999). De plus, un système de rémunération collective basée sur la performance peut provoquer un contrôle réciproque des actions et des comportements des collègues par les salariés eux-mêmes qui souhaiterait s'assurer que personne ne dévie de l'objectif commun, p.ex. la maximisation des profits ou la création de valeur (FitzRoy & Kraft, 1987, 2005; Weitzman & Kruse, 1990).

Milgrom et Roberts (1997) mettent en évidence plusieurs raisons de penser que l'incitation basée sur les contrats collectifs peut être aussi efficace, voire plus, que les contrats d'incitation individuelle. Au-delà de la difficulté de mesurer la contribution individuelle, ils soulignent que les groupes d'employés sont souvent mieux informés sur leurs performances individuelles que la direction. Ainsi, les incitations collectives incitent les membres du groupe à se surveiller mutuellement, à encourager chacun à fournir des efforts et à se comporter convenablement. Selon les auteurs, les personnes qui travaillent ensemble peuvent s'entraider de multiples façons, en se rendant des services, en se protégeant mutuellement, en compensant les efforts supplémentaires qu'engendre

l'absence d'un des membres du groupe. Les incitations collectives encouragent de telles pratiques, et la possibilité de refuser son aide à un *tire-au-flanc* peut contribuer efficacement à pousser tous les membres du groupe à adhérer aux normes collectives de ce groupe.

L'actionnariat salarié semble ainsi favoriser l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des autres actionnaires (Pugh & al. 2000, 2005; Gamble & al. 2002). Cet alignement devrait se traduire par une *meilleure coopération des salariés entre eux et avec la direction* ainsi que par *le développement d'un contrôle réciproque entre les salariés* (Caramelli 2006). La qualité du travail ainsi que les flux d'information dans l'entreprise devraient alors se voir améliorés. Les salariés devraient également *mieux organiser leur travail* et *se montrer plus disposés à communiquer des informations à la direction et à leurs collègues*, ainsi qu'à *former les nouveaux salariés* (Ben-Ner & Jones, 1995; Perotin & Robinson, 2000). En présence de l'actionnariat salarié, les salariés sont intéressés à la performance future de l'entreprise ; ceux-ci peuvent également être incités à acquérir des compétences nouvelles et à rester plus longtemps dans l'entreprise, ce qui réduit les coûts liés au turnover (Pérotin et Robinson, 2000).

Cependant, il faut souligner le manque de consensus parmi les chercheurs ayant étudié les impacts de l'actionnariat salarié à travers le prisme de la théorie de l'agence. En effet, une partie de la littérature souligne que l'actionnariat salarié pourrait mener à un enracinement des dirigeants au sein de l'entreprise, réduisant ainsi l'efficacité des mécanismes de contrôle des dirigeants en présence d'actionnariat salarié (Gharbi & Lepers, 2008). La détention d'une partie du capital par les salariés actionnaires est ainsi considérée comme étant *« une fraction amicale du capital »* (Gamble, 2000).

D'autre part, Desbrières (2002, p. 270) fait remarquer que si les salariés louent leur capital humain à l'entreprise, alors ils peuvent être considérés comme les principaux de la relation d'agence qui les lie à la firme. Dès lors, ils doivent s'assurer que le comportement des dirigeants ne les lèse pas, ce qui ferait diminuer la valeur de leur capital humain (qui est souvent de nature peu redéployable). Cette préoccupation des salariés devrait les inciter à contrôler efficacement les dirigeants à travers les droits de propriété attachés aux actions (information, prise de décision) et précisément *via* leur représentation au sein du système de gouvernance de l'entreprise.

### b) Actionnariat salarie et la théorie du signal : asymétrie d'information

L'approche contractualiste de la firme a modélisé son cadre conceptuel en se fondant sur des hypothèses théoriques très fortes spécifiant notamment l'existence d'un *homo*

*oeconomicus* rationnel, calculateur et opportuniste. Cependant, certains auteurs soulignent notamment que « *l'homo oeconomicus mis en scène dans la théorie de l'agence est malgré tout infirme : il peut certes définir son intérêt, mais il ne peut pas tout savoir, prévoir, anticiper. Ainsi, une relation d'agence est fortement caractérisée par l'incomplétude contractuelle, qui est la conséquence de l'asymétrie informationnelle, de l'incertitude et de la rationalité limitée* » (Gomez, 1996, p. 107).

La théorie du signal développée en économie par Akerlof (1970) et Spence (1973) et reprise ensuite dans la théorie financière (Ross, 1977) vient prolonger le cadre théorique proposé par la théorie de l'agence en se focalisant justement sur le problème de l'asymétrie d'information.

Dans le cadre de l'efficience des marchés, l'hypothèse fondamentale retenue est la possibilité qu'ont les acteurs économiques de disposer gratuitement et à tout moment de toute l'information disponible nécessaire pour décider de manière optimale de l'allocation de leurs ressources (Guillot-Soulez, 2005). Cependant, dans certains cas l'information ne circule pas parfaitement et certains agents ont dès lors l'intérêt à émettre des signaux pour divulguer l'information qu'ils détiennent. Ainsi, la théorie du signal considère que les investisseurs qui ont les meilleurs projets d'investissement le signalent en investissant une part importante de leur capital dans leurs projets (*ibid.*).

Ainsi, les dirigeants de l'entreprise peuvent envoyer un signal au marché financier à travers leur participation au capital ou par la détention des stock-options (Desbrières, 1990; Guillot-Soulez, 2005, 2009; Poulain-Rehm, 2003). Par ce signal les dirigeants indiquent au marché financier et au marché de travail que la valeur intrinsèque de la firme est significativement supérieure à sa valeur de marché. Les dirigeants étant en principe mieux informés que les actionnaires de l'avancement réel des projets actuels et des perspectives futures de la firme qu'ils dirigent, l'existence de certaines informations non publiées par les dirigeants peut motiver une telle activité de signalisation de leur part. En divulguant cette information, les dirigeants envoient un signal quant à la confiance qu'ils ont dans l'avenir de l'entreprise, souhaitant attirer l'attention des marchés sur la qualité de leur gestion, pour favoriser la hausse du cours de l'action et réduire par la même les risques d'OPA et de perte de leur emploi (Desbrières, 1990).

Le problème qui surgit dès lors, c'est la fiabilité de l'information qui est ainsi communiquée par les dirigeants. Ce signal sera considéré comme fiable si il est coûteux et si l'émission de mauvais signaux est pénalisée.

Ainsi, pour renforcer l'efficacité du signal, plusieurs conditions sont nécessaires :

- il faut un réel investissement financier, pour éviter la tentation d'émettre un signal trompeur, les dirigeants subiraient ainsi une perte d'utilité d'autant plus importante qu'ils engagent dans l'entreprise, en plus de leur capital humain, une part de leur richesse personnelle
- l'information de la communauté financière doit être non biaisée et donc véhiculée par des supports incontestables, comme p. ex. les rapports d'Assemblée Générale.

L'actionnariat des dirigeants trouve sa justification à la lumière des arguments évoqués ci-dessus, la détention des actions remplissant les conditions d'un signal fiable et coûteux de par l'effort financier fait par les dirigeants. Sachant que l'octroi de stock-options aux dirigeants ne remplit pas parfaitement les conditions évoquées car ne nécessitant pas de réel investissement de la part des dirigeants, ce qui peut avoir un effet inverse en incitant à prendre des risques démesurés.

Cette analyse peut aussi être appliquée au cas des salariés actionnaires non dirigeants de l'entreprise. Les salariés actionnaires étant « *susceptibles de connaître avec précision la performance de l'entreprise, résultant pour partie des efforts collectifs de l'ensemble des salariés* », ils ont la possibilité de « *connaître précisément la stratégie actuelle et les orientations prévues pour l'avenir* » (Hollandts, 2007, p.55). Le salarié actionnaire, *homo oeconomicus* rationnel et calculateur, agissant sans aucune contrainte physique, ne peut accepter d'investir son patrimoine financier dans la même entreprise où il investit déjà son capital humain qu'en étant parfaitement confiant dans l'avenir de cette entreprise. En devenant actionnaire de son entreprise, il n'a sûrement pas comme but d'envoyer *sciemment* un signal aux marchés, loin de là, n'empêche que cela peut être analysé et interprété comme tel. En effet, les résultats de l'enquête SOFRES réalisée en 2000 portant sur le regard des analystes financiers et des investisseurs européens sur l'actionnariat salarié montrent qu'un peu plus du tiers des analystes français et européens intègrent cet aspect de la politique financière dans leur analyse et accordent de plus en plus une prime aux entreprises qui en font usage.

La participation des salariés au capital peut ainsi être analysée dans ce cadre théorique comme un signal fiable et porteur de sens car coûteux pour les salariés. En investissant une part de leur patrimoine financier dans la même entreprise où ils investissent leur capital humain, ils vont à l'encontre du principe de diversification efficiente de leur portefeuille d'actifs modélisé par Markowitz (1952), ils ont sûrement leurs raisons !

Un actionnaire salarié, tout en étant un actionnaire aussi légitime que les autres actionnaires, est tout d'abord un salarié, c'est-à-dire quelqu'un qui a librement consenti

un rapport d'autorité, en échange d'un salaire qui rémunère le travail accompli (Hollandts, 2007). On peut penser que le salarié, en situation d'incertitude, fait preuve d'une aversion pour le risque (Eisenhardt, 1989, p.60). Or, la participation au capital de son entreprise comporte une part d'incertitude, surtout le risque de ne pas retrouver son capital investi au départ. De l'autre coté, il y a aussi dans ce mécanisme une fonction de réduction de l'incertitude pour le salarié actionnaire selon Hollandts (2007), car le salarié réduit ainsi son asymétrie informationnelle *via* le droit à l'information rattaché au statut d'actionnaire. Sachant que la fonction d'utilité des investisseurs averses au risque est une fonction croissante de l'espérance de rentabilité, c'est bien parce qu'ils croient dans l'avenir de leur entreprise - tenant compte des informations publiques ainsi que des informations qu'ils détiennent en interne - qu'ils acceptent de participer à une augmentation de capital réservée aux salariés.

Ainsi, compte tenu de l'avantage stratégique informationnel des dirigeants, Williamson suggère la présence des salariés au conseil d'administration de l'entreprise comme *garantie de la bonne divulgation de l'information*, toutefois - sans forcément donner les droits de vote aux représentants des salariés (Williamson, 1985).

La théorie du signal appliquée à l'analyse de l'actionnariat salarié, en distinguant les salaires actionnaires dirigeants des salariés actionnaires non dirigeants de l'entreprise, considère ainsi la participation des salariés au capital de l'entreprise comme étant un signe de confiance que font les salariés à leur entreprise. Une confiance qui les incite à investir une partie de leur capital financier dans l'entreprise, en plus de leur capital humain.

***

Pour résumer, les études des déterminants de la structure du capital optimale (Berk & Demarzo, 2008, p.517; Harris & Raviv, 1991) mettent en avant qu'en présence d'imperfections de marché, la structure de capital d'une entreprise dépend de la fiscalité et a aussi une incidence :

- sur les incitations des agents (des dirigeants ou des salariés, c'est l'hypothèse incitative de la théorie de l'agence)
- sur la façon dont les décisions financières de l'entreprise sont interprétées par les investisseurs (l'hypothèse de l'asymétrie d'information)
- sur les coûts supportés en cas de difficultés financières (impact de la dette).

L'entreprise doit aussi tenir compte du rôle potentiel de sa structure financière comme vecteur d'information pour les investisseurs et les conséquences de celle-ci en termes d'incitation.

Puis, il faut aussi garder à l'esprit que toute modification de la structure financière impose des coûts de transaction, ainsi l'entreprise ne la modifie que lorsqu'elle diverge significativement de la structure considérée comme optimale.

Ces arguments expliquent la présence de l'actionnariat salarié dans le capital des entreprises, et ce malgré toutes les critiques précédentes issues de l'analyse du mécanisme de l'actionnariat salarié à travers le prisme de la théorie des droits de propriété.

Comme souligné Autenne, « *la technique de l'actionnariat salarié constitue un moyen parmi d'autres de renforcer les fonds propres de l'entreprise en même temps qu'elle favorise l'élargissement du noyau supposé stable des actionnaires* » (Autenne, 2005, p.193).

Face à l'ensemble des critiques (pas toujours solidement fondées) à l'encontre du mécanisme de l'actionnariat salarié présentées dans la section précédente, nous sommes persuadés qu'« *avant de conclure à l'inefficience d'une forme organisationnelle, d'un mécanisme organisationnel, ou à l'inefficacité d'un système de gestion, et d'en proposer la suppression ou la réforme, encore faudrait-il en avoir compris le rôle et le fonctionnement au sein d'une architecture organisationnelle souvent extrêmement complexe* » (Charreaux, 1998a, p.2).

Comme nous l'avions mentionné plus haut, la théorie de l'agence suggère que la performance organisationnelle est affectée par la relation entre le principal (le propriétaire) et l'agent (le salarié) et que ces deux parties ont souvent des intérêts contradictoires (Eisenhardt, 1989). Comme résultat, les décisions et les actions des salariés peuvent être incompatibles avec ce qui est perçu comme meilleurs intérêts par les propriétaires.

Pour gérer les problèmes d'agence, le principal utilise la surveillance et le contrôle des processus de prise de décision. Il a été avancé que l'actionnariat salarié peut servir à réconcilier les objectifs divergents du principal et de l'agent (Duncan, 2001). Selon ce point de vue, avoir des salariés qui sont en même temps propriétaires de l'entreprise est considéré comme un mécanisme qui aligne les intérêts des propriétaires et des salariés en introduisant des principaux partout dans l'organisation et facilitant ainsi le contrôle de l'activité des agents (*peer monitoring*) au sein de l'entreprise (Jensen & Meckling, 1976). Quand les salariés sont aussi propriétaires, leur relation avec l'organisation change et cela

affecte la façon dont ils pensent et agissent (Culpepper, Gamble, & Blubaugh, 2004; Vandewalle, Van Dyne, & Kostova, 1995; Wagner et al., 2003).

Afin de mieux comprendre comment l'expérience de l'actionnariat salarié est vécue par les salariés, la théorie et la recherche se sont focalisées sur deux modèles initialement. Le premier, c'est un modèle instrumental qui suppose que l'actionnariat salarié augmente l'influence des salariés sur la prise de décisions dans l'organisation, ce qui crée des attitudes favorables à l'organisation chez les salariés actionnaires. Par exemple, il a été démontré que les salariés actionnaires espèrent pouvoir exercer plus de contrôle sur l'organisation et participer à la prise de décision (Hammer, Landau & Stern, 1981 ; Hammer & Stern, 1980 ; Long, 1978, 1979). La deuxième perspective est un modèle extrinsèque, qui considère que l'actionnariat salarié aboutit à des attitudes favorables à l'organisation parce que l'actionnariat salarié est gratifiant financièrement. Ainsi, les salariés actionnaires pourraient être plus intéressés par leur investissement financier que par la participation à la prise de décisions au sein de l'organisation (French, 1984; Rosen, Klein & Young, 1986).

Les recherches ultérieures qui ont directement comparé ces deux théories ont trouvé des arguments allant à l'encontre de ces deux modèles (extrinsèque et intrinsèque) aussi bien au niveau individuel (Buchko, 1993 ; Gamble & al., 2002) qu'au niveau organisationnel (Klein, 1987). Ces résultats suggèrent que le souhait d'exercer un contrôle sur l'organisation et la motivation de maximiser l'investissement financier sont deux caractéristiques tout aussi importantes de l'expérience psychologique de l'actionnariat salarié. Les salariés actionnaires peuvent être motivés à exercer une influence sur les décisions qui concernent les activités pour lesquelles ils ont le plus d'expertise et de compétences afin de maximiser la valeur de leur investissement financier (Eisman, 1989, cité par Wagner & al., 2003).

Ce qui nous permet d'aborder ainsi les questions liées à la répartition du pouvoir dans les entreprises avec actionnariat salarié, à travers notamment l'étude de l'influence de l'actionnariat salarié sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise.

## C. Actionnariat salarié et l'approche juridico-financière de la gouvernance de l'entreprise

La gouvernance d'entreprise désigne un courant d'opinion qui a vu le jour aux Etats-Unis dans les années 1970 et qui s'est répandu dans le monde au cours des années 1990. Cette notion concerne à la fois un débat théorique et une vision idéologique sur la façon dont les entreprises sont dirigées et doivent être contrôlées. Ce champ de recherche a évolué principalement grâce aux travaux réalisés par les économistes suite à la dissociation croissante entre la propriété du capital et l'exercice du pouvoir dans les entreprises en raison du développement de sociétés cotées en bourse faisant appel à l'épargne publique (Bruder, 2007). L'introduction des principes de la gouvernance d'entreprise visait à répondre aux problèmes posés par la dissociation entre la propriété et la gestion au sein de la firme. Toutefois, ces derniers peuvent paraître insuffisants, surtout dans ce contexte de crise économique et financière actuel, c'est pourquoi il est intéressant de s'interroger quant au rôle que l'actionnariat salarié pourrait jouer dans le système de gouvernance d'entreprise.

La problématique de la gouvernance d'entreprise renvoie à la structure et à l'exercice du pouvoir dans les grandes firmes. Le thème de la gouvernance d'entreprise a pris les dernières décennies une grande importance dans les débats sur les transformations du secteur productif (Rebérioux, 2003). L'expression « gouvernance d'entreprise » regroupe dans son sens initial l'ensemble des dispositions permettant aux actionnaires de s'assurer le retour maximal sur leur investissement (Shleifer & Vishny, 1997). Cette définition trouve sa justification dans l'approche particulière de la firme qui considère la valeur actionnariale (ou *shareholder value*) comme étant l'objectif premier, sinon exclusif, de l'entreprise. Dans la vision classique de la gouvernance de l'entreprise où l'intérêt des actionnaires devient le but ultime de l'entreprise, le problème de la gouvernance d'entreprise est le résultat de la séparation de la propriété et du contrôle (Berle & Means, 1932). Le modèle contractualiste *« étant actuellement le modèle dominant en matière de corporate governance »* (Autenne, 2005, p.218), nous allons commencer par exposer la vision de la gouvernance classique concernant le mécanisme d'actionnariat salarié. Puis, nous dépasserons cette vision classique en nous appuyant sur les approches cognitive et politique de la gouvernance d'entreprise pour mieux rendre compte des évolutions survenues dans ce domaine avec le mouvement de massification de l'actionnariat des grandes entreprises (Gomez, 2009).

Nous allons ainsi nous interroger dans cette troisième section quant au rôle potentiel de l'actionnariat salarié dans une recomposition des pouvoirs au sein des entreprises afin de resituer l'actionnariat salarié dans le système moderne de gouvernance d'entreprise car « *à travers l'étude des relations qu'entretiennent structure capitalistique et implication des salariés dans la gestion de la firme, ce sont bien les rapports de pouvoir dans l'entreprise qui sont analysés* » (Rebérioux, 2003, p.25).

La participation des salariés actionnaires à la gestion de la firme remet en cause le schéma traditionnel de la relation salariale en entamant partiellement le rapport de subordination. Certains chercheurs la considèrent comme conflictuelle parce qu'elle est susceptible d'infléchir les choix patronaux, voire de les contrer (Rebérioux, 2003). Néanmoins, la participation des salariés à la gestion des entreprises est, en Europe du moins, légalement fondée : les salariés disposent de droits à l'information, à la consultation, parfois à la cogestion. Ces droits définissent en quelque sorte un modèle original de gouvernance d'entreprise, proprement européen, où l'intérêt des actionnaires n'est pas seul pris en compte (Rebérioux, 2002).

Selon Charreaux, *« le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »* (Charreaux, 1997, p.1). De cette définition, Gomez (2003) déduit que *« les limites du pouvoir discrétionnaire des dirigeants définissent la nature du gouvernement des entreprises »*.

La théorie positive de l'agence (tout comme la théorie des droits de propriété que nous venons de passer en revue) repose sur l'idée selon laquelle parmi tous les acteurs de l'entreprise, les actionnaires *« jouissent d'une position de surplomb »* (Autenne, 2005, p.263). Dans le cas de la grande entreprise moderne, ce rang plus élevé des actionnaires ne provient pas de leur statut de propriétaire (comme c'est le cas dans la firme entrepreneuriale où le propriétaire est aussi le dirigeant, réalité qui a inspiré les analyses de la firme sous le prisme de la théorie des droits de propriété), mais est le résultat d'un *« arrangement contractuel supposé optimal »* (Autenne, 2005, p.263). Selon la perspective contractualiste, aucune partie n'est à proprement parler « propriétaire » de la firme car chacune des parties détient une ressource différente (que ce soit le capital physique, financier ou humain). Les actionnaires détiennent les droits de gouvernance sur l'entreprise, mais en réalité *« rien n'empêche les autres parties de protéger leurs intérêts en négociant des droits résiduels de contrôle et / ou des droits aux bénéfices résiduels et s'ils ne l'ont pas fait, c'est parce que leur utilité est mieux servie en abandonnant toute*

*prétention à la gouvernance en échange de l'obtention de revenus fixes et invariables »* (Autenne, 2005, p.264).

### a) La légitimité de la participation des représentants des actionnaires salariés à la gouvernance d'entreprise

La question de la légitimité de la participation des actionnaires salariés à la gouvernance des entreprises ayant mis en place un plan d'actionnariat salarié semble avoir trouvé une réponse à travers l'analyse des aspects juridiques de la notion de l'actionnariat salarié ayant mis en évidence le fait que les actionnaires salariés sont aussi légitimes que les autres actionnaires pour prendre part à la prise des décisions au sein de la firme.

Étant considérés comme des « *stakeholders* » au sein de l'entreprise, les actionnaires salariés disposent donc théoriquement des mêmes droits que tous les autres actionnaires, ils sont donc aussi en mesure de contrôler les dirigeants, car ils doivent défendre les titres dont ils disposent en tant qu'apporteurs de capitaux.

En effet, la détention d'actions par les salariés permet à ces derniers de devenir membres de droit des assemblées générales ordinaires et extraordinaires, et de participer aux votes. Dans les assemblées générales, leur statut d'actionnaires leur confère, d'une part, un droit d'information tout en favorisant les échanges d'informations avec les actionnaires externes, et d'autre part, le cas échéant, la possibilité de rejoindre ou créer une coalition visant à contrer les décisions de la majorité et qui sont généralement proposées par les dirigeants. Le pouvoir de ces salariés actionnaires se mesure alors par leur capacité à influencer, seuls ou dans le cadre d'une coalition, les décisions prises en assemblées générales ordinaires (détermination de la politique de dividendes, nomination et/ou remplacement des administrateurs...) et extraordinaires (modification des statuts...) (Desbrières, 1997b).

Dans ce cadre, les salariés actionnaires ont ainsi la possibilité d'exercer un contrôle actif des dirigeants et leur motivation à ce contrôle est une fonction croissante de leur investissement spécifique à la firme, tant en capital humain qu'en actions (Desbrières, 2002). L'auteur précise encore que parmi leurs prérogatives, les actionnaires salariés participent (que ce soit individuellement et directement ou bien *via* le FCPE qui regroupe leurs actions ou l'association d'actionnaires qui les représentent) avec les autres actionnaires réunis en assemblées générales ordinaires, à l'élection des membres du

conseil d'administration ou de surveillance. Ils peuvent donc à ce titre parvenir à siéger dans cet organe de gestion et de contrôle.

Pour poursuivre sur la question de l'impact du mécanisme de l'actionnariat salarié sur le système de gouvernance d'entreprise, nous allons nous intéresser maintenant aux conséquences sur la structure du système de gouvernance d'entreprise et sur l'exercice du pouvoir de décision et du contrôle des dirigeants : quels sont les avantages, les inconvénients et les limites de la représentation des actionnaires salariés au système de gouvernance d'entreprise ?

La question que nous pouvons poser aujourd'hui, c'est de savoir si à partir du moment où la réalité des entreprises change en ce début du 21ième siècle (la rémunération des salariés est de plus en plus partagée en une partie fixe et une autre variable, l'actionnariat salarié étant une forme de rémunération en fonction de la performance de l'entreprise assez répandue), est-ce que suite à tous ces changements, le développement de l'actionnariat salarié a une quelconque influence sur les dispositifs de gouvernance d'entreprise et sur la répartition du pouvoir au sein de l'entreprise ?

Comment est-ce que les salariés – actionnaires peuvent s'assurer que les décisions stratégiques de la direction ne vont pas à l'encontre de leurs intérêts d'actionnaires ? Quel est le rôle attribué aux salariés – actionnaires dans le système de gouvernance d'entreprise ? Doivent-ils aussi participer au conseil d'administration de l'entreprise au même titre que les autres catégories d'actionnaires (institutionnels, etc.) ?

### b) Le rôle de l'actionnariat des salariés dirigeants du point de vue de la gouvernance actionnariale

La littérature théorique formalise différemment le lien entre l'actionnariat des salariés dirigeants et la performance (en identifiant souvent le dirigeant avec l'actionnaire dominant). En effet, trois conceptions distinctes coexistent quant au lien entre la structure de la propriété (et notamment la détention d'actions par les dirigeants de l'entreprise) et la performance de l'entreprise : la thèse de la convergence des intérêts, la thèse de l'enracinement et la thèse de la neutralité (Caby & Hirigoyen, 2005a; Charreaux, 1997; O. Faleye, Mehrotra, & Morck, 2004-2005).

Dans la *thèse de la convergence des intérêts*, la détention par les actionnaires salariés dirigeants d'une part du capital est considérée comme un excellent moyen d'inciter les dirigeants à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires (Berle & Means,

1932 ; Jensen & Meckling, 1976 ; Cole & Mehran, 1998). L'actionnariat des dirigeants favorise l'alignement sur l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur lorsque le pourcentage de capital détenu par les dirigeants est important (Charreaux, 1997, p. 55-56). Il existe donc une relation positive entre l'actionnariat managérial et la performance.

Dans cette optique, les divergences d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants diminuent quand la part de capital détenue par les dirigeants actionnaires augmente. C'est notamment l'objectif des systèmes de rémunération des dirigeants basés sur la performance financière de l'entreprise, tels que l'attribution des stock-options ou bien la détention des actions, destinés à réduire les divergences d'intérêts entre les actionnaires - propriétaires de la firme et les agents chargés de sa gestion (Cole & Mehran, 1998).

Toutefois, la principale crainte soulevée par la littérature concerne le fait que comme le plus souvent les actionnaires salariés dirigeants ne possèdent pas la totalité du capital de l'entreprise, ils pourraient être incités à augmenter leurs prélèvements dans l'entreprise vu qu'ils ne supportent pas intégralement le coût de leur opportunisme. Les dirigeants effectuent sans cesse des arbitrages entre les avantages qu'ils peuvent se procurer en effectuant des prélèvements dans l'entreprise (tels que les avantages en nature, les investissements de prestige, etc.) et leurs avantages en tant qu'actionnaires (Jensen & Meckling, 1976). Du coup, une part de capital importante détenue par les actionnaires salariés dirigeants incite à ce que ce type d'arbitrage se fasse en faveur des avantages perçus en tant qu'actionnaires. Il faut néanmoins admettre le fait que les intérêts des actionnaires et des dirigeants ne seront jamais entièrement alignés, sauf dans les cas où les dirigeants sont les seuls propriétaires de la totalité du capital de l'entreprise.

Par contre, *la thèse de l'enracinement*, soutient que les actionnaires salariés dirigeants de l'entreprise qui possèdent une fraction importante du capital de l'entreprise, échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer l'entreprise dans une optique contraire à la maximisation de la valeur (Charreaux, 1997, p. 55-56). Cette approche considère que les dirigeants actionnaires peuvent utiliser leurs droits de vote pour s'enraciner, restant toujours confrontés à l'arbitrage décrit ci-dessus au regard des avantages qu'ils peuvent retirer en tant que dirigeants et ceux qu'ils obtiennent en tant qu'actionnaires. Toutefois, cette situation d'enracinement peut les inciter à investir à long terme dans l'entreprise et à accroître leur investissement en capital humain spécifique à la firme.

Puis, selon *la thèse de la neutralité*, la structure de propriété de la firme n'influence pas la performance de la firme, autrement dit - toutes les structures de propriété sont équivalentes (Harold Demsetz & Lehn, 1985). Cette approche est très pessimiste par rapport aux moyens qu'auraient les actionnaires pour obliger les dirigeants à maximiser la

valeur actionnariale de la firme, considérant que la performance des entreprises est principalement déterminée par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise[62]. Du coup, la structure de propriété de la firme serait aussi déterminée en fonction des conditions externes entourant la firme, sans que l'actionnariat puisse exercer une quelconque influence sur la performance (*ibid.*).

Il est ainsi difficile de départager ces trois conceptions différentes de la relation entre la structure de la propriété et la performance de la firme. Toutefois, selon Charreaux, dans une optique de maximisation de la valeur globale de la firme, la thèse de la convergence semble l'emporter car « *la performance économique apparaît supérieure pour les firmes présentant une faible séparation propriété/décision* » (Charreaux, 1997, p. 83).

### c) Les administrateurs représentants les actionnaires salariés : des membres du conseil d'administration comme les autres ?

La détention d'une partie de capital confère aux salariés actionnaires certains droits de contrôle pouvant servir à renforcer le système de gouvernance d'entreprise dans sa dimension actionnariale.

En théorie, une nouvelle relation peut émerger entre les dirigeants et les actionnaires salariés puisque ces derniers peuvent dorénavant contrôler les dirigeants, en tant que propriétaires de l'entreprise (au moins pour partie). Une nouvelle relation est supposée alors se créer entre les salariés actionnaires et les dirigeants, avec une nouvelle configuration de la question de la répartition du pouvoir (Garfatta, 2010).

Selon Garfatta et en faisant référence aux travaux de Mintzberg (1986), les salariés actionnaires se retrouvent à « *l'interface de la coalition interne et de la coalition externe de l'organisation* » (Garfatta, 2010, p.106).

Rappelons que Mintzberg distingue la coalition externe (comprenant plusieurs groupes de détenteurs d'influence et notamment les propriétaires, les associés, les pouvoirs publics,

---

[62] Les recherches de Demsetz et Lehn (1985) concluent à une absence de lien entre la performance de l'entreprise et la concentration du capital. Par ailleurs, Holderness et Sheehan (1988) démontrent qu'il n'existe pas de différence en ce qui concerne la performance des firmes à capital diffus et celles dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire.

les administrateurs, etc.) et la coalition interne (formée par les dirigeants, les salariés incluant aussi l'ensemble des croyances partagées par ces détenteurs d'influence interne).

Le salarié actionnaire détient alors une position particulière et spécifique au sein de son entreprise car en tant que salarié, il appartient à la coalition interne, mais en tant que propriétaire de celle-ci, il relève de la coalition externe, ce qui permet d'envisager deux visions opposées :

1. Les salariés actionnaires pourraient choisir d'adhérer à la coalition interne aux dépens des intérêts de la coalition externe s'ils estimaient leurs objectifs privilégiés. Le dirigeant, en privilégiant les salariés actionnaires pourrait ainsi adopter une stratégie de coopération dans le but de renforcer leur appartenance interne ; ceci pour gagner leur soutien afin de mieux asseoir son pouvoir d'influence. Dans cette perspective, le mécanisme de l'actionnariat salarié est alors envisagé comme étant simplement « *une fraction amicale du capital* » facilement contrôlable, jouant le rôle d'une arme anti-OPA et favorisant ainsi l'enracinement des dirigeants (Gamble, 2000).

2. Cependant, les salariés actionnaires peuvent aussi être tentés de se rallier aux membres de la coalition externe, ce qui viendrait renforcer l'efficacité du système de gouvernance d'entreprise en permettant un meilleur contrôle de l'action des dirigeants. L'actionnariat salarié aurait donc comme effet un réel alignement des intérêts, une création de buts communs partagés par tous, sans les problèmes liés à l'hétérogénéité des objectifs et des préférences (Garfatta, 2010).

Le pouvoir potentiel des actionnaires salariés va ainsi se mesurer par leur aptitude à influer les décisions prises en assemblée générale et en conseil d'administration, mais dépendra également de la nature des relations qu'ils entretiendront avec les dirigeants. L'actionnariat salarié peut donc faire évoluer l'entreprise vers une organisation plus participative et plus performante, ou bien offrir une défense complémentaire aux dirigeants par rapport à l'évaluation du marché et ses mécanismes de sanction externes (*ibid*.). Comme souligné par certains chercheurs, le développement de l'actionnariat salarié fait émerger un nouvel acteur financier, le salarié actionnaire devenant un partenaire qui investit dans son entreprise et qui contribue à renforcer le système de la gouvernance d'entreprise (Aglietta & Rebérioux, 2004; Bompoint & Marois, 2004).

Dans ses travaux, Charreaux souligne que la surveillance interne exercée par les salariés peut être un mécanisme efficace car ils échappent ainsi en partie à l'asymétrie d'information avec les dirigeants. Puis, leur investissement dans la firme est généralement substantiel (notamment en capital humain spécifique), bien que l'efficacité de ce

mécanisme est fortement déterminée par les possibilités de défection ou de prise de parole et par les stratégies de transactions informelles mises en œuvre par les dirigeants (Charreaux, 1996, pp. 37-38).

Le débat actuel sur la composition optimale du conseil d'administration semble faire émerger un certain consensus pour reconnaître que les conseils d'administration sont d'autant plus efficaces et légitimes que les points de vue représentés lors des débats sont riches et diversifiés (Garfatta, 2010). Dans ce contexte, les administrateurs représentants les actionnaires salariés pourraient donc faire partie de cette promotion de la diversité comme le sont les administrateurs indépendants.

Par ailleurs, il faut remarquer que l'un des facteurs de cette complexité grandissante est l'évolution et la nécessaire protection du capital humain, devenu aussi important que le capital financier. Il nécessite alors un suivi spécifique notamment dans les entreprises qui ne peuvent réussir sans le capital humain et le capital intellectuel qui la composent.

En effet, l'importance du capital humain est de plus en plus soulignée par les chercheurs et les praticiens comme étant la caractéristique essentielle des entreprises du 21ème siècle. Une partie de la valeur créée par l'entreprise fait appel incontestablement au capital intellectuel, social et culturel possédé et exploité par les salariés. Il paraît donc que la participation des salariés au système de gouvernance d'entreprise est une nécessité qui traduit l'évolution de la création de valeur dans l'entreprise.

Face à cette importance accrue du capital humain spécifique dans la vie organisationnelle et vu l'impossibilité de supprimer le risque encouru par les salariés, sa rémunération semble alors une exigence. Dans ce sens, Blair (1997) propose de rémunérer ce risque *via* l'actionnariat salarié. Selon cet auteur, « *la rémunération des employés par des actions des entreprises peut fournir un mécanisme destiné à encourager et à protéger les investissements en capital humain spécifique. La détention d'actions par les salariés fonctionne comme une sorte d'otage permettant de crédibiliser la promesse des firmes de partager les rentes, (...), elle donne aussi certains droits de contrôle et simultanément aligne les intérêts des employés et des détenteurs externes d'actions* ».

Donc, nous pouvons avancer qu'en qualité d'administrateurs désignés par l'assemblée générale ordinaire, les salariés actionnaires disposent d'une position adaptée pour veiller à la défense de leurs intérêts et notamment à la protection de leurs investissements spécifiques à la firme. De même, Desbrières (1997b) considère que la participation au conseil d'administration ou de surveillance permet aux salariés de protéger leur investissement en capital humain spécifique à la firme et conduit à une amélioration de leur satisfaction, implication et productivité. Elle permet également l'accélération du

processus d'innovation et l'augmentation de la qualité (Blair, 1995; Blair & Roe, 1999; S. C. Smith, 1991).

De surcroît, et du fait de leur statut d'actionnaire, la présence des représentants des actionnaires salariés au conseil leur accorde un avantage informationnel supplémentaire. Ils ont ainsi la possibilité de cumuler et de partager des informations importantes dont ils disposent en tant que salariés ; ils profitent de leur droit à l'information en tant qu'actionnaires et ils bénéficient d'une troisième source d'information (conseil) qui représente un lieu stratégique d'échange d'informations entre tous les administrateurs (Aoki, 1984; Williamson, 1985, 1988).

Smith (1991) estime, quant à lui, que la participation institutionnelle des employés dans les conseils d'administration ou de surveillance permet de réduire l'asymétrie d'information supportée par les actionnaires externes, ce qui contraindrait les dirigeants à renoncer à certains comportements opportunistes. En effet, l'auteur explique que cette participation concourt à limiter :

1. la propension qu'ont les dirigeants à s'auto-désigner comme étant la principale source de productivité et d'innovation dans l'organisation, et à justifier ainsi l'accroissement de leur rémunération et l'obtention d'avantages au détriment de la richesse 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 supérieur ;

3. la dissimulation ou la manipulation d'informations spécifiques par les dirigeants concernant leurs décisions, leur niveau de compétence et d'effort.

Par ailleurs, Desbrières (1997b) souligne aussi que la participation aux instances de représentation et de décision non seulement introduit des possibilités de prise de parole des employés, ce qui favorise la stabilité de la coalition, mais contribue également à donner un caractère préventif au système de gouvernance d'entreprise et à décourager les tentatives de collusion entre les administrateurs externes et les dirigeants.

Dans ce cadre, l'auteur signale que la présence au conseil de salariés en raison de leur qualité d'actionnaires revêt plus d'intérêt qu'une simple participation institutionnelle, dans la mesure où leur contrôle dépend désormais de la valeur de leur portefeuille d'actions et n'est pas affecté par des considérations de négociation collective liées à leur mode de désignation : elle contribue à réduire le différentiel de pouvoir entre les

dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise, favorisant ainsi l'émergence d'une coalition coopérative.

De manière générale, les principaux avantages reconnus à la présence d'administrateurs représentants les actionnaires salariés sont la représentativité du capital humain au sein du conseil, une meilleure information des salariés sur les choix stratégiques, et une meilleure prise en compte des réalités concrètes de l'entreprise par le conseil d'administration (Garfatta, 2010).

Le conseil peut également s'impliquer dans des choix majeurs pour l'avenir de l'entreprise: réorientation de l'activité en fonction des tendances lourdes de l'économie, concentration sur le métier ou diversification, expansion interne ou externe. En revanche, il n'est pas conçu pour traiter efficacement les questions de stratégie industrielle. Un conseil d'administration dominé par des membres indépendants, invités à une rotation rapide pour éviter la création de complicités avec les dirigeants, ne peut avoir une connaissance suffisamment fine de l'entreprise pour encadrer l'action des dirigeants. Sur ce point, le contrôle de l'exécutif n'est pas à la portée d'un conseil d'administration qui siège seulement dix fois trois heures par an. Les directions générales des entreprises se satisfont aujourd'hui de ces conseils d'administration qui leur laissent un large espace d'initiative dans la définition de la stratégie opérationnelle et des méthodes de management. Les parties prenantes de l'entreprise, celles qui subissent les effets de ces stratégies, auraient pourtant besoin d'un contrepoids réel, et la présence des représentants des actionnaires salariés peut justement apporter un équilibre et contribuer à rééquilibrer la répartition du pouvoir au sein de la firme (Aglietta & Rebérioux, 2004).

- L'actionnariat salarié comme possible levier d'enracinement des dirigeants

Bien que la participation des représentants des actionnaires salariés au conseil présente des avantages, elle peut néanmoins et selon certains auteurs, présenter certains risques et inconvénients. La critique majeure formulée à l'encontre de la participation des représentants des actionnaires salariés au conseil d'administration provient de leur faible indépendance vis-à-vis des dirigeants, ce qui pourrait accroître le risque d'enracinement des dirigeants (Anne Beatty, 1995; Chang, 1990; Chang & Mayers, 1992; Chaplinsky & Niehaus, 1994; Desbrières, 1989; Gharbi & Lepers, 2008; Gordon & Pound, 1990).

Une grande partie de la littérature théorique considère ainsi que l'actionnariat salarié contribue à la baisse de l'efficacité du contrôle des dirigeants, ce mécanisme réduisant

l'efficacité du contrôle et des sanctions par les actionnaires externes ou le marché (Park & Song, 1995 ; Pugh & al., 2000; Gamble, 2000 ; Faleye & al., 2004-2005).

En effet, l'efficacité du contrôle exercé par les administrateurs représentants les actionnaires salariés est déterminée par l'indépendance par rapport aux dirigeants. Une connivence entre les actionnaires salariés et les dirigeants peut affaiblir aussi bien le contrôle interne exercé par le conseil que le contrôle externe provenant du marché des prises de contrôle. L'expérience montre que les actionnaires salariés peuvent refuser d'apporter leurs titres à une offre publique d'achat (OPA), le cas le plus souvent cité en France étant l'OPA hostile de la BNP-Paribas sur la Société Générale qui fût empêchée par les actionnaires salariés de la Société Générale détenant près de 10% d'actions à l'époque des faits.

- Le rôle de l'actionnariat salarié dans la perspective d'horizons d'investissement hétérogènes des actionnaires

Par ailleurs, certains auteurs estiment que la représentation institutionnelle des salariés est source d'inefficience au même titre que les firmes autogérées, dans la mesure notamment où l'horizon économique des salariés diffère de celui des investissements (Jensen et Meckling, 1979). Dans sa thèse de doctorat, Hollandts arrive de même à la conclusion d'un éventuel impact négatif de l'actionnariat salarié sur la performance à cause de l'horizon d'investissement des actionnaires salariés qui serait à plus court terme que l'horizon d'investissement des autres investisseurs (Hollandts, 2007, p.36).

Certains travaux récents (Gaspar, 2009; Gaspar, Massa, Matos, Patgiri, & Rehman, 2005) mettent toutefois en garde contre la tendance de considérer trop hâtivement les différentes catégories d'actionnaires externes comme étant tous des « investisseurs intéressés par le long terme ». Gaspar (2009) étudie en détail les raisons de l'hétérogénéité des horizons d'investissement en analysant leurs conséquences théoriques et empiriques sur la performance des entreprises et en soulignant notamment la difficulté de gérer la structure de l'actionnariat d'une entreprise. Le chercheur rappelle que les actionnaires sont loin d'être un groupe homogène, une des sources d'hétérogénéité étant notamment leur horizon d'investissement, à savoir la durée de détention des actions de l'entreprise par un investisseur. Il prend l'exemple des investisseurs institutionnels pour démontrer que les tendances des horizons d'investissement sont bien hétérogènes au sein de ce groupe (certains suivant des stratégies à court terme par nature, allant de quelques jours à quelques mois), bien souvent considéré (à tort) comme un seul et même groupe par les analystes financiers (*ibid*., p. 79). Du coup, sous la pression du court terme, ces

actionnaires souhaiteraient que les dirigeants prennent des mesures qui augmentent le cours des actions à très brève échéance, au détriment de la création de valeur à long terme (les dirigeants étant incités à faire des choix d'investissement qui génèrent une valeur totale moindre, mais avec un retour sur investissement plus rapide). La raison suggérée par Gaspar est que les actionnaires à court terme profitent des appréciations de la valeur à court-terme et vendent avant que la valeur à long terme ne soit incorporée dans les cours (*ibid*., p. 84).

Par ailleurs, dans le cadre de l'hypothèse de la *faible surveillance* (*weak monitoring*), les investisseurs affichant des horizons temporels réduits présentent une capacité moindre à surveiller les mesures des dirigeants et donc à contribuer à la création de valeur (car sachant d'avance qu'ils vont rester au sein de l'actionnariat de l'entreprise pour une courte durée, ils seraient moins enclins à acquérir des informations coûteuses sur l'entreprise). Les résultats des études empiriques suggèrent entre autres que les investisseurs axés sur le court terme laissent les dirigeants réaliser des acquisitions destructrices de valeur au détriment des rendements des actionnaires (Gaspar & al., 2005), tandis que les investisseurs orientés sur le long terme possédant des participations importantes semblent particulièrement efficaces dans l'exercice du contrôle des actions des dirigeants (Chen, Kensinger, & Terrell, 2007). D'autres études empiriques démontrent la présence d'une *myopie managériale* (caractérisée par une réduction importante des frais de recherche et développement, indicateur classique d'une orientation stratégique à long terme, afin d'inverser une baisse attendue des bénéfices) que la présence d'un actionnariat court-termisme peut engendrer (Bushee, 1998).

Nous reprenons l'ensemble des résultats empiriques sur le lien « horizon d'investissement et performance de l'entreprise » dans le tableau ci-dessous, l'intérêt de ces arguments étant de montrer que les actionnaires salariés étant en principe des actionnaires à long terme (ne serait-ce qu'à cause de la durée de blocage de leur participation financière), leur représentation au conseil d'administration de l'entreprise devrait pouvoir équilibrer les relations au sein du conseil, justement en présence d'investisseurs avec une vision très court terme.

Sachant par ailleurs que les critiques de la vision classique de la gouvernance de l'entreprise émergent assez tôt dans la littérature économique avec des auteurs tels Galbraith (2007) qui considèrent que les mécanismes de contrôle externe (tels que les prises de contrôle hostiles) ne sont pas vraiment efficaces pour contrôler les dirigeants (qui forment une technostructure au sommet des plus grandes entreprises), les critiques et

les remises en question actuelles se trouvent amplifiées par les conséquences dévastatrices des dernières crises économiques et financières.

Les travaux d'Aglietta & Rebérioux (2004) rappellent que les scandales financiers survenus dans les années 2000 aux Etats-Unis tout comme en Europe ont non seulement révélé l'inefficacité d'un contrôle externe de l'entreprise et de ses dirigeants par les actionnaires, mais ils ont aussi questionné la légitimité de la doctrine de la gouvernance actionnariale en remettant sur le devant de la scène la nécessité de construire un vrai socle théorique et économique pour la gouvernance partenariale des entreprises. Ce questionnement sur l'entreprise partenariale renvoie entre autres plus spécifiquement aux enjeux de la présence des représentants des actionnaires salariés dans les instances de décision des entreprises et à leur capacité d'y exercer un contre-pouvoir significatif afin d'équilibrer les relations au sein du conseil d'administration dans le respect des intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

**Tableau 3 : Résultats des études empiriques sur le lien horizon d'investissement des actionnaires et performance de la firme**

| Domaine | Les entreprises dominées par les investisseurs à court terme... |
|---|---|
| Politique d'investissement | Ont une probabilité plus élevée d'être acquises<br>Sont rachetées à des prix plus faibles<br>Réalisent plus fréquemment des acquisitions<br>Font une contre-performance sur le long terme après acquisition<br>Ont une probabilité plus élevée de réduire les dépenses de R&D pour compenser les bénéfices insuffisants<br>Ont une qualité inférieure des régularisations comptables, indiquant une manipulation possible des résultats |
| Politique financière | Préfèrent distribuer des liquidités *via* des rachats d'actions plutôt que des dividendes<br>Ont des notations de crédit plus faibles et des *spreads* de crédit plus élevés<br>Sont plus mal perçues par le marché lorsqu'elles procèdent à des augmentations de capital |
| Rémunération des dirigeants | Attribuent davantage d'options aux cadres dirigeants<br>Attribuent des options avec une sensibilité plus grande au cours de l'action<br>Sanctionnent plus sévèrement leurs dirigeants en cas de contreperformance en matière de bénéfices |
| Performance sur le marché boursier | Ont une plus grande liquidité<br>Ont de bonnes performances passées à la fois en termes de rendement boursier et de bénéfices<br>Ont une valeur dépendant plus fortement des bénéfices à court terme<br>Ont une volatilité plus grande |

*Source* : Gaspar (2009), Revue Française de Gestion, nn°° 198-199/2009

### d) Le rôle de l'actionnariat salarié dans l'approche partenariale de la gouvernance

Les relations qu'entretiennent entre elles les différentes parties prenantes à l'entreprise, et aussi l'influence de ces relations sur la performance collective ont fait l'objet de multiples études (Rebérioux, 2003 ; Aglietta, 2001 ; Desbrières, 1997a, 1997b). Cette vision de la gouvernance fondée sur la théorie des parties prenantes analyse l'entreprise comme un ensemble constitué d'une multitude d'intervenants définis par leur statut (actionnaires, gestionnaires, salariés).

L'articulation des rôles joués par ces différentes parties prenantes pour établir un système de gouvernance efficace de l'entreprise sera notre interrogation dans cette section, avec une focalisation sur la place particulière des actionnaires salariés dans le système de gouvernance d'entreprise actuel.

Nous avons vu dans les développements précédents que l'approche financière s'intéresse à l'impact des conflits d'intérêts sur la rente organisationnelle, sans pourtant se poser la question de l'origine de cette rente issue de la coopération. Or, certains travaux récents mettent en avant le fait qu'il faut invoquer d'autres facteurs de production (et pas seulement le capital financier) pour comprendre l'origine de la rente, « *en particulier le capital humain apporté par les dirigeants et les salariés* » (Charreaux, 2000, p.8). En effet, les analyses de certains auteurs s'intéressent beaucoup au capital humain des salariés, en définissant la firme comme un jeu coopératif, une combinaison durable de ressources spécifiques (Aoki, 1984) ou bien un noeud d'investissements spécifiques à l'équipe de production (Blair, 1995; Rajan & Zingales, 1998).

Les travaux des auteurs que nous venons de citer soulignent ainsi qu'afin d'inciter ces nouveaux acteurs à contribuer à la création de valeur en développant leur capital humain au sein de l'entreprise, il faut leur permettre d'accéder au statut de créancier résiduel (et de partager la rente organisationnelle avec les actionnaires) en devenant aussi propriétaires.

En effet, depuis une vingtaine d'années, des travaux théoriques se sont accumulés pour repenser les fondements du gouvernement d'entreprise en tenant compte de la théorie du capital humain. En effet, dès lors que l'importance de ce capital est reconnue, la légitimité des seuls détenteurs du capital financier (actionnaires) pour gouverner l'entreprise est remise en question.

Ces réflexions ont donné naissance, dans le cadre de la théorie libérale, à ce que l'on appelle la « *nouvelle théorie des droits de propriété* ». Deux auteurs ont particulièrement marqué la recherche récente : Raghuram Rajan et Luigi Zingales. Parallèlement, Margaret Blair a développé, une théorie de gouvernance d'entreprise fondée sur ces travaux.

Le capital humain d'un salarié spécifique à la firme peut prendre diverses formes : connaissance des processus de production dans l'entreprise, des sources d'informations locales, du vocabulaire spécialisé utilisé localement et des idiosyncrasies entre clients, fournisseurs, collègues de travail ; compétences spéciales dans des tâches particulières à l'entreprise, appartenance aux réseaux relationnels à l'intérieur de la firme et entre la firme et ses clients et fournisseurs.

Milgrom et Roberts (1997) considèrent que tout ceci accroît la productivité du travailleur à l'intérieur de l'entreprise et qu'en perdant ces employés, la firme perd aussi les rentes et quasi-rentes qu'ils génèrent. Pour éviter ces départs, il faut rémunérer le capital humain spécifique des salariés, non seulement pour réduire la rotation du personnel, mais aussi pour accroître la motivation au travail, tout en évitant que ces compétences spécifiques se retrouvent employées par l'entreprise concurrente.

Ainsi, selon la *théorie du capital humain* (Becker, 1962, 1964; Schultz, 1961), le niveau de connaissance, d'habileté et de compétence détenu par les employés représente, au même titre que les autres actifs corporatifs, une importante source de valeur économique pour la firme. Partant de ce principe, l'adoption de pratiques de gestion de ressources humaines « performantes » constitue un moyen privilégié d'accroître la valeur du capital humain de la firme et par là, d'augmenter l'efficacité organisationnelle. De ce point de vue, l'étude de Kaarsemaker (2006) confirme la nécessité pour la direction de veiller à installer (lors de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié) l'ensemble des pratiques des ressources humaines (la participation à la prise de décision, l'information et la communication, les actions de formation des salariés) qui permettent de prouver aux salariés qu'ils sont considérés comme des vrais actionnaires, dans le respect de tous les droits attachés à la propriété (droit à l'information, à la prise de décision, droits à la rente résiduelle).

Cette vision élargie de la propriété étend le statut de propriétaire à l'ensemble des participants au nœud de contrats. Ainsi, dans ce cadre de la gouvernance partenariale, l'actionnariat salarié trouve une justification théorique qui manque dans la vision plus classique de la gouvernance. En effet, pour inciter un salarié à mieux exploiter ses compétences, il faut lui octroyer une partie de la rente organisationnelle, la détention des actions de l'entreprise étant considérée comme une sur-rémunération par rapport au salaire d'efficience (Charreaux, 2000).

Dans la conception partenariale de la valeur (Caby & Hirigoyen, 2005), la création et la répartition de la rente organisationnelle concernent l'ensemble des partenaires (investisseurs financiers certes, mais aussi dirigeants, salariés, fournisseurs) et, plus particulièrement, ceux qui apportent les compétences clés.

Par ailleurs, Charreaux souligne que l'interrogation quant à l'origine de la rente conduit à mettre en avant le capital humain spécifique de l'ensemble des salariés. L'auteur rappelle que ce capital étant très spécifique (car les compétences acquises par un salarié n'ont souvent pas la même valeur dans une autre entreprise), il est finalement très vulnérable à des éventuelles tentatives d'expropriation (Charreaux, 2000, p.9). L'actionnariat salarié trouve ainsi sa justification dans son aptitude à protéger aussi la valeur du capital humain des salariés.

## LES LIMITES DE LA VISION CONTRACTUALISTE DE LA FIRME POUR L'ANALYSE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE

Parmi les différentes limites du paradigme contractuel néoclassique, la plus importante à notre avis tient du fait que ce paradigme s'est essentiellement construit sur une logique trop conflictuelle en ce qui concerne les relations économiques au sein de la firme, dans une perspective théorique fondée sur l'individualisme méthodologique et sur la rationalité instrumentale de tous les agents économiques (Rainelli – Le Montagner, 2003 ; Gomez, 2009).

Par conséquence, ce cadre théorique a du mal à intégrer l'analyse des évolutions du système économique actuel, et notamment l'importance grandissante de la place occupée par le capital humain parmi les différentes facteurs d'innovation et de production. Ce bouleversement de la relation du travail nous incite à questionner et à renouveler tout le système d'*incitation* et de *contrôle* proposé par le cadre théorique contractualiste néo-classique de la firme afin de trouver de nouveaux leviers permettant de renforcer l'implication et la motivation des salariés porteurs de ce capital humain et intellectuel indispensable à l'économie de la connaissance que nous connaissons en ce début du 21ième siècle. Le monde évolue, les relations socio-économiques se transforment et les cadres théoriques servant à leur analyse doivent aussi être renouvelés pour intégrer ces changements. Il faut réellement tenir compte des évolutions du système de la propriété capitaliste, car le passage actuel du *capitalisme managérial* au *capitalisme de masse* évoqué par Gomez (2009, pp.181-182) implique une nécessité croissante d'adapter le cadre théorique néo-classique de la firme pour analyser les nouveaux modes d'organisation des relations de travail (Gomez & Korine, 2009 ; Boutiller & Uzundis, 2006).

Comme le soulignent certains auteurs, la théorie économique néo-classique « *saisit les relations empiriques contemporaines à partir de l'application d'un schéma général et abstrait produit ex ante, conformément à sa méthode déductiviste. Les contours et le fonctionnement de l'objet sont décrits par référence à ce qu'ils devraient être selon un schéma analytique général, conçu pour d'autres objets* » (Montagne, 2009b, p.7).

Les hypothèses de base sur lesquelles repose le cadre théorique néolibéral sont particulièrement fragiles, et au-delà de certaines contradictions internes, ce qui est souvent reproché à cette construction théorique, c'est « *une étonnante et paradoxale incapacité à rendre compte de la réalité économique de l'entreprise contemporaine* » (Gomez & Korine, 2009, p.239).

Effectivement, l'objet de recherche «*actionnariat salarié* » qui fait son introduction dans les recherches académiques vers la fin des années 1980 aux USA et encore plus tard en France, est analysé par une majorité de chercheurs en appliquant le modèle actionnarial qui a émergé dans les années 1960 afin de rendre compte des relations entre les investisseurs et les dirigeants des entreprises après la séparation de la propriété et du management décrite et analysée par Berle et Means (1932) dans leur ouvrage très célèbre de l'époque.

Pourtant la réalité économique du début du 21ième siècle est très différente de celle qui a précédé l'émergence du modèle actionnarial (cf. Gomez et la notion de *l'actionnariat de masse*) ce qui nous met face à l'insuffisance du cadre théorique de l'économie néo-classique pour l'utiliser comme la seule et unique grille d'analyse à appliquer à notre objet de recherche, l'actionnariat salarié.

Ainsi, nous partageons l'avis des chercheurs qui soulignent que le cadre théorique du modèle économique néolibéral « *ne constitue pas une grille d'analyse économique indiscutable de la réalité du gouvernement des entreprises contemporaines* » (Gomez & Korine, 2009, p.244).

- L'actionnariat salarié bouleverse les postulats traditionnels du cadre théorique contractualiste

Une bonne illustration de la difficulté à modéliser les différents comportements dépendant de multiples intérêts est fournie par Gomez (2003) qui souligne « *l'incapacité de penser l'actionnariat salarié puisque cette forme d'actionnariat bouleverse les relations principal – agent établies traditionnellement* ». En effet, compte tenu du fait que les actionnaires sont désormais aussi diversifiés que les parties prenantes de l'entreprise, cette modélisation est devenue complexe et systémique (Charreaux, 1997), étant ainsi « *peu compatible avec le cadre conceptuel bipolaire imposé par le modèle de l'agence* » (Gomez, 2003).

Le développement du phénomène de l'actionnariat salarié ayant contribué à l'essor de ce que certains auteurs ont appelé la « *massification de l'actionnariat* » a aussi modifié la

répartition du pouvoir au sein des entreprises modernes (*ibid.*). De ce fait, le mode de raisonnement basé sur les théories classiques de la firme telles que la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence semble dépassé par « *l'évolution des pratiques contemporaines de gouvernement d'entreprise* » (*ibid.*). Avec l'apparition de ce « *capitalisme de masse* », plusieurs auteurs s'interrogent sur le fait de savoir comment des acteurs aux intérêts économiques si divergents peuvent évaluer de la même façon les résultats du dirigeant (Gaspar, 2009; Gaspar et al., 2005; Sherman, Beldona, & Maheshkumar, 1998). La théorie de l'agence formalise les relations de pouvoir dans l'entreprise supposant que les actionnaires ont tous la même fonction de comportement fondée sur la maximisation du profit tiré de la créance résiduelle sur l'entreprise. Hors, Gomez (2003) met en évidence que cette hypothèse n'est tenable que dans le cas d'un « *actionnariat fractionné, peu nombreux* » qui « *se contente de voter avec les pieds* ».

La relation d'équilibre qui était obtenue dans le cas de la firme managériale devient moins évidente dès que l'hypothèse de convergence d'intérêts ne correspond plus à la réalité de l'entreprise moderne (actionnariat de masse, montée en puissance des investisseurs institutionnels, la nouvelle forme de l'économie de la connaissance, les nouveaux systèmes de financement des entreprises). Suite aux modifications des pratiques des entreprises lors de ces dernières décennies, les horizons temporels des différents types d'actionnaires sont devenus divergents (actionnaire salarié *versus* fonds d'arbitrage), cette extrême diversité d'intérêts ne laissant plus la possibilité de croire que tous les actionnaires recherchent le « *même intérêt économique* » (*ibid.*).

Néanmoins, l'application du modèle actionnarial au cas particulier de l'actionnariat salarié (alors qu'il avait été conçu pour analyser une toute autre réalité) pourrait trouver une justification si les actionnaires – salariés étaient considérés comme des actionnaires à part entière, avec exactement les mêmes droits que les actionnaires classiques (Autenne, 2006), ce qui n'est pas tout à fait le cas comme cela a été démontré par l'analyse juridico-financière du mécanisme de l'actionnariat salarié que nous venons de réaliser (Bruder, 2007 ; Alliot-Marie, 1973).

En effet, les actionnaires – salariés ne bénéficient pas des mêmes droits associés à la détention des actions (*usus, fructus & abusus*) ne seraient-ce qu'en termes de représentation au conseil d'administration de l'entreprise et l'approche théorique contractualiste de la firme se montre très sceptique quant à la représentation des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration.

Nous remarquons de même une divergence de points de vue dans analyse du phénomène d'actionnariat salarié dans le cadre de la théorie économique néo-classique :

- d'un coté, les salariés qui détiennent des actions *via* un plan d'épargne entreprise sont « *assimilés comme relevant da la catégorie savante actionnaire*[63] *proposée par la théorie* » et l'analyse essaie de faire correspondre ce cas de figure empirique particulier à *l'idéal relationnel dominant* au cœur de cette théorie (Montagne, 2009b)
- de l'autre coté, la théorie financière n'hésite pas de traiter les actionnaires salariés de *schizophrènes* car ce cas de figure contredit le théorème de *diversification du portefeuille* avec le fait d'investir le capital humain et le capital financier dans une seule et même entreprise (Hollandts, 2007).

En effet, la théorie économique néo-classique de par son souci de modélisation, a tendance à limiter au minimum les critères dont elle tient compte dans son analyse, ce qui explique le caractère fortement simpliste de certaines de ses analyses, basées sur des hypothèses très réductrices de la réalité. En gros, le raisonnement économique néo-classique consiste à attribuer à chaque type d'agent économique une fonction d'utilité simple (c'est-à-dire un seul objectif) qu'il faut maximiser. Cela permet ensuite de traiter toutes les relations au sein de l'entreprise en termes de transactions ou de conflits d'intérêt (Montagne, 2009b).

Dans ce cadre théorique, les actionnaires salariés sont supposés chercher à maximiser leurs revenus dans l'immédiat, c'est-à-dire augmenter leurs salaires, même si ça devait porter atteinte aux autres stratégies d'investissement de la firme (Hollandts, 2007). Le risque d'une telle stratégie c'est bien évidemment de mettre en danger l'avenir de la firme et de créer des conflits avec les autres catégories d'actionnaires.

Dans son analyse extrêmement approfondie de la vision contractualiste de l'actionnariat salarié, Autenne (2005) signale l'utilisation très particulière de cet argument en soulignant le fait que cette critique de la visée court-termiste est toujours avancée à l'adresse des actionnaires salariés et jamais aux autres types d'actionnaires. En effet, les horizons temporels courts des actionnaires salariés sont jugés comme étant une preuve de leur rationalité économique faible, pendant que les mêmes horizons temporels courts des investisseurs financiers sont « *valorisés au nom de la liquidité de marché* » (Montagne, 2009b).

---

[63] En particulier, comme le souligne Montagne (2009), les autres identités possibles, alternatives ou concomitantes, des salariés sont passées sous silence.

Toujours selon Montagne (2009), « *le modèle actionnarial, même sous ses formes les plus « pro-labor » (puisqu'il s'agit d'intégrer les salariés dans le modèle), souffre ainsi d'une asymétrie que la théorie n'impose pourtant pas. L'interprétation péjorative des stratégies d'investissement des salariés tranche avec le traitement complaisant accordé à celles des institutions financières. Ce biais témoigne encore une fois à quel point le modèle actionnarial sert une vision normative du marché financier* » (Montagne, 2009b, p. 9).

Cependant, il y a déjà eu dans la réalité des situations, ou les actionnaires salariés avaient bien su faire preuve de leur aptitude de prendre des décisions plutôt à moyen – long terme comme dans le cas des OPA hostiles par exemple ou les actionnaires salariés ont défendu volontairement leur intérêt à moyen terme (le maintien de l'emploi) par rapport à l'intérêt financier à court terme des actionnaires classiques (recherche d'une plus-value sur les titres). Cette représentation plurielle des intérêts salariaux a été vue se mettre en œuvre lors des mouvements d'OPA hostiles dans les années 1980-1990 et a été à la base des alliances temporaires fondées entre les employeurs, salariés et responsables politiques contre les raiders de Wall Street (Roe, 1996).

De la sorte, Montagne (2009) remarque que la théorie économique néo-classique n'est pas capable de rendre compte, *dans la durée*, de la réalité de l'actionnariat salarié en se basant sur le seul modèle actionnarial. Pour y remédier, on est alors contraint de faire appel à la notion de dysfonctionnement.

En effet, le problème est le suivant : même si à priori on devrait considérer les actionnaires salariés comme des actionnaires à part entière (comme démontré par l'analyse juridique approfondie de l'actionnariat salarié réalisée dans la première section de ce chapitre), Autenne (2005, p.129) fait remarquer dans son analyse économique du droit de l'actionnariat salarié que « *paradoxalement, alors que leur participation à un plan d'actionnariat salarié confère aux salariés un statut d'actionnaire, leur qualité simultanée de bénéficiaire d'un plan de pension fait en sorte qu'ils ne peuvent pas exercer l'ensemble des droits classiquement attachés à ce statut* ».

En fait, tout se passe comme si les salariés étaient objectivement des actionnaires (au sens légal du terme), mais que ce dispositif ne fonctionnait pas correctement, la réalité n'étant pas conforme au modèle (Montagne, 2009b, p.10).

Néanmoins, les tenants de la théorie néoclassique n'envisagent pas le fait que le modèle actionnarial puisse tout simplement ne pas être assez général pour permettre l'analyse du phénomène de l'actionnariat salarié. En fait, force est de constater que le mécanisme d'actionnariat salarié n'apparaît qu'assez récemment et n'est qu'un épiphénomène du

point de vue de la longue histoire des relations entre les propriétaires, les dirigeants, les salariés et les investisseurs financiers. Toutefois, un nombre de plus en plus important de travaux met en exergue les transformations subies par le capitalisme managérial (Gomez, 2003, 2009 ; Stiglitz, 2002, 2003; Aglietta & Rebérioux, 2004, Gomez & Korine, 2009), ce qui place au premier plan la nécessité de s'interroger sur la place réservée à l'actionnariat salarié dans ce capitalisme en mutation.

Tous ces chercheurs insistent sur le fait qu'il est nécessaire de tenir compte aujourd'hui des évolutions des relations économiques actuelles, marquées par une massification et par un fort fractionnement de la propriété capitaliste dans un système économique mondialisé.

En effet, le passage actuel au « *capitalisme de masse* », évolution caractéristique incontestable du début du 21ième siècle (*ibid.*), met l'accent de façon extrêmement insistante sur la nécessité d'adaptation du cadre théorique néo-classique afin de mieux rendre compte de cette « *transformation radicale du capital des grandes sociétés* » (Gomez & Korine, 2009, p.172). Batsch (2002) rappelle les trois phases historiques de l'évolution du capitalisme : le « *capitalisme familial* » où les grandes entreprises étaient contrôlées par de très grandes familles, fût suivi par le « *capitalisme managérial* » qui a vu passer le pouvoir économique dans les mains d'une direction professionnalisée qui contrôle l'entreprise sans en détenir le patrimoine (Berle & Means, 1932), émerge ensuite un « *capitalisme financier* », qui dénonce la toute-puissance managériale et place les dirigeants, supposés opportunistes (Jensen & Meckling, 1976), sous la surveillance des actionnaires et des marchés financiers (Guillot-Soulez, 2005).

Selon Gomez & Korine (2009, p. 181), on a assisté ces trente dernières années à « *l'émergence d'une classe d'actionnaires salariés, certes encore assez peu organisée, mais qui représente sans aucun doute la structuration de l'actionnariat contemporain dont les effets seront, à terme, plus importants* ». Selon le même auteur, «*l'intérêt des associations d'actionnaires salariés à participer directement au gouvernement de l'entreprise est d'autant plus clair qu'ils en sont une partie prenante essentielle* » (*ibid.*).

Ainsi, « *d'une manière générale, l'actionnariat salarié remet en question une division des parties prenantes fondée sur l'opposition entre capital et travail et oblige à repenser cette opposition classique* ». Selon cet auteur, cette évolution est « *un des fruits de la massification de l'actionnariat dont il faudra tenir compte dans les années futures, selon ce que les salariés feront de leur puissance actionnariale* » (*ibid.*, p.182).

Les transformations qu'a subies le capitalisme à la fin du 20ième siècle ont été suscitées par l'évolution des systèmes d'information et de communication, ayant entrainé la domination

d'un capital financier en voie de mondialisation et une modification du rapport salarial (Harribey, 2001). Dans ce contexte, la pression de plus en plus pressante en faveur d'un accroissement continu de la valeur actionnariale reflète parfaitement cette modification du rapport de forces.

Les travaux d'Aglietta et Rebérioux (2004) soulignent que dans ce contexte, la firme partenariale est un lieu de pouvoirs et de contre-pouvoirs portés par des intérêts différents, c'est un lieu de coordination qui appelle la formation d'un intérêt collectif.

Dans ces conditions, le conseil d'administration devrait sans aucun doute tenir un rôle plus important, à condition de jouer pleinement de sa fonction délibérative. Il faudrait pour ce faire que sa composition reflète vraiment la structure des intérêts contribuant au but du capital : à la place d'un contrôle externe inopérant, il s'agirait de soumettre le pouvoir dirigeant à une responsabilité interne liée à l'élaboration collective de la stratégie.

Ce qui se profile ici, c'est un gouvernement d'entreprise qui ne serait ni un contrôle externe par les marchés financiers (valeur actionnariale), ni un contrôle interne des managers enracinés par la technostructure de l'entreprise, mais un contrôle politique : un contrôle exigeant des objectifs transparents, exerçant des audits internes et décidant de la rémunération des dirigeants sous l'autorité d'un conseil d'administration recomposé dont la présidence soit distincte de la direction exécutive de l'entreprise (*ibid.*).

Seul un organe de ce type pourrait faire vivre un système d'alerte surveillant la déviation des performances vis-à-vis des objectifs de gestion. Il permettrait aussi de rééquilibrer la création de valeur en faveur d'une valeur durable, et non de celle, naturellement éphémère et fondée sur des équilibres artificiels, de la pure valeur actionnariale. Une valeur durable, c'est-à-dire qui intègre le capital humain, l'innovation, l'environnement dans un modèle prospectif où la valorisation est fondée sur la continuité de l'entreprise dans le temps.

Les auteurs soulignent ainsi le rôle dévolu à l'épargne salariale, qui représente selon eux un véritable gisement et un formidable instrument de pouvoir ou de contre-pouvoir dans les conseils d'administration, l'épargne salariale étant ainsi la voie la plus sûre pour corriger les dérives du capitalisme (*ibid.*).

### COMMENT INTEGRER LA RESPONSABILITE MULTIPLE DANS UNE NOUVELLE THEORIE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ?

La question de recherche qui surgit suite à toutes les limites et critiques du cadre théorique contractualiste de la firme est la suivante : quelle nouvelle théorie de gouvernance d'entreprise afin de formaliser et d'intégrer les nouvelles pratiques observées dans les entreprises ? Ces critiques soulèvent le besoin d'un nouvel éclairage théorique afin de forger les outils conceptuels permettant de mieux rendre compte des pratiques concrètes allant vers une augmentation du contrôle de l'espace discrétionnaire du dirigeant, avec des responsabilités fractionnées en de multiples acteurs. Il semblerait que cette synthèse serait une mission impossible dans un cadre microéconomique, car les théorisations du pouvoir de direction « contrôlé » sont pour l'instant tâtonnantes à cause du sens étroit de la rationalité retenu par le modèle néoclassique (Aguilera & Jackson, 2003).

Les recherches actuelle mettent en évidence les diversités des intérêts en jeu (la théorie des parties prenantes, la nouvelle théorie des droits de propriété, la responsabilité sociale des entreprises) et la nécessité de les intégrer dans le jeu de pouvoir (valeur partenariale pour Charreaux & Desbrières (1998); dynamique des conflits pour Wirtz (2002a, 2002b)).

Ces recherches ont ainsi mis en évidence l'importance des dimensions cognitives des fonctions de directions (Charreaux, 2002a, 2002b; Wirtz, 1999) et des représentations communes des parties prenantes comme constitutives de l'objet « entreprise » (cf. la théorie des conventions, Gomez (1996) pour interpréter les limites de responsabilité comme déterminées par les cadres conceptuels à la disposition des différentes parties prenantes.

Les nouvelles préoccupations se focalisent sur la nécessité de réduire les coûts cognitifs, d'améliorer le partage des informations par les différents acteurs de l'entreprise, de renforcer la confiance.

Nous avons vu que la vision classique de la gouvernance s'est construite dans un cadre purement juridico-financière en se focalisant sur les moyens d'incitation des managers de veiller à la recherche de l'augmentation de la valeur actionnariale de la firme. La théorie de l'agence a servi de cadre théorique fondateur, ayant mis en avant le besoin de développer des outils de rémunération des dirigeants basés sur la valeur actionnariale (comme l'attribution de stock-options).

Plusieurs chercheurs s'accordent néanmoins sur la nécessité de définir les contours d'un nouveau système de gouvernance, le besoin d'une nouvelle régulation étant d'autant plus

évident après la crise financière mondiale actuelle (Charreaux, 2009 ; Blair, 1995 ; Gomez, 2009).

Comme souligné par Charreaux, il est peut-être prématuré de parler de crise de la théorie de la gouvernance, toutefois de plus en plus de recherches concluent au pouvoir faiblement explicatif de cette théorie, au sein même du courant dominant (Charreaux, 2005, p.2). L'auteur rappelle qu'un certain nombre d'études portant sur l'incidence de l'ensemble des mécanismes de gouvernance sur la performance des firmes américaines, trouvent que l'approche traditionnelle n'explique qu'une très faible partie de cette performance (Larcker, Richardson, & Tuna, 2004).

Par ailleurs, les résultats des dernières recherches réalisées par Jensen (2004) sur les coûts d'agence nés de la surévaluation des cours boursiers (dont les effets sur les managers sont comparés aux effets de l'héroïne), contestent indubitablement l'efficacité disciplinaire des mécanismes de marché qui occupent une place centrale dans la perspective financière de la gouvernance.

### QUELLES LEÇONS DE LA CRISE FINANCIERE ACTUELLE ?

La crise financière actuelle repose la question d'une meilleure régulation de la vie économique. La crise financière des années trente avait de même marqué à l'époque le début d'une révolution keynésienne durant laquelle plusieurs économistes ont arrêté de croire dans les vertus du laisser-faire et l'auto-ajustement des marchés (Galbraith, 2007, p. 11). A l'époque, le consensus sur la responsabilité des pouvoirs publics dans le bon fonctionnement des économies (et notamment dans la répartition plus équitable des revenus) avait permis la mise en place de l'Etat providence dans plusieurs pays occidentaux (puis les années soixante-dix ont vu une remise en question de la place de l'Etat dans l'économie).

Suite à la crise financière et économique mondiale de ce début de 21ième siècle, certains économistes s'interrogent quant aux leçons que les sciences économiques et de gestion devraient en tirer. La question tourne surtout autour du rôle que l'Etat doit jouer dans la régulation de la crise et deux camps opposés s'affrontent sur cette idée. Le courant dominant réunit les partisans de la doctrine économique néo-classique qui considèrent que les marchés sont efficients et que même en temps de crise rien ne doit être fait car « *une intervention de l'Etat ne pourrait qu'empirer les choses* » (Stiglitz, 2009, p. 293).

D'autres chercheurs, dans la lignée des travaux de Keynes et Veblen, défendent l'idée que l'Etat a un rôle à jouer dans la régulation des échanges économiques parce qu'autrement

les marchés ont du mal à s'autoréguler. Certains courants modernes de la théorie économique (comme par exemple la théorie de l'information imparfaite ou de l'asymétrie de l'information développée par Stiglitz, 2009) tentent d'expliquer pourquoi les marchés ne fonctionnent pas si bien que cela assez souvent. Greenwald et Stiglitz avancent par exemple que si la main invisible d'Adam Smith reste souvent invisible, c'est qu'elle n'existe pas (Greenwald et Stiglitz, 2003, cité par Stiglitz, 2009).

Ces auteurs mettent en avant le fait que la dérégulation des marchés financiers suivie de la mondialisation des échanges économiques ont créé de nouveaux cas d'asymétries d'information. Ils soulignent aussi les imperfections du système d'incitations aligné sur la valeur boursière qui décourage les dirigeants à gérer l'entreprise en favorisant la création de valeur économique à long terme parce que le système de rémunération basé sur les stock-options les pousse à privilégier plutôt le court terme.

De multiples conflits d'intérêt nouveaux incitant à déformer ou fausser l'information ou bien à s'engager dans un comportement trop risqué à court terme ont été rendus possibles par *« l'enthousiasme général quant aux marchés financiers dérégulés et sans entraves »* (Stiglitz, 2009, p.293).

Une des leçons de la crise actuelle se résume comme suit : « *même si les individus ont agi d'une façon rationnelle du point de vue individuel, les résultats ne sont pas rationnels pour le système en tant que tel*[64] » (Stiglitz, 2009, p. 295). De manière générale, les adeptes des modèles économiques néo-classiques expliquent que la globalisation mène inévitablement vers plus de stabilité, tandis que leurs adversaires maintiennent que la globalisation des échanges financiers ne fait pas que permettre un meilleur partage du risque, mais peut aussi faciliter la contagion du système financier mondial en cas de crise.

La récente crise économique donne raison aux derniers. La dérégulation du système financier l'a fait échouer dans ses missions principales – l'allocation des fonds et la gestion des risques – avec des conséquences désastreuses tant sur le plan économique que social.

Cette remise en question du modèle de régulation des échanges économiques amène notamment beaucoup d'interrogations quant à l'efficacité du système de gouvernance actionnariale de l'entreprise présenté précédemment.

En effet, initialement menée dans le contexte des très grandes entreprises cotées, au capital dispersé (les entreprises dites *« à la Berle et Means »*), la recherche en gouvernance d'entreprise a formalisé un modèle qui a sous-tendu de nombreuses

[64] Notre traduction de « *even if individuals were acting in ways that were individually rational, the outcomes were not systemically rational* ».

propositions de réforme au cours des années 1990. Progressivement, les chercheurs dans le domaine de la gouvernance ont élargi leurs préoccupations à d'autres types d'organisation (les entreprises mutualistes et coopératives, les entreprises familiales, les PME, les entreprises en croissance, les structures associatives, les structures coopératives, etc.). Cette variété des champs d'application nécessite à notre sens une interrogation critique quant à l'adéquation de l'appareil conceptuel dominant. Des approches alternatives ont commencé à voir jour. Avec une vingtaine d'années de recul et suite aux crises récurrentes de la première décennie du 21ième siècle, il est aujourd'hui plus que légitime de s'interroger sur le statut du modèle initial de la gouvernance d'entreprise, ainsi que sur la pertinence des modèles concurrents et/ou complémentaires.

- A la recherche d'une vision alternative de la firme…

Notre analyse juridico-financière néo-classique de l'impact de l'actionnariat salarie sur la création de valeur et la gouvernance de l'entreprise nous a permis de démontrer que l'approche contractuelle aborde, à sa manière, une dimension de l'entreprise : les modes de gestion des conflits d'intérêts entre les parties. Nous nous sommes aperçu néanmoins qu'une autre dimension, tout aussi importante, reste absente : la firme a pour fonction de produire des marchandises, elle repose sur la constitution d'une capacité collective à produire, à gérer, à innover (Weinstein, 2008).

### LA FIRME COMME SYSTEME DE COMPETENCES ?

Depuis une quarantaine d'années se sont multipliés les travaux de recherche que l'on peut regrouper dans une nouvelle approche de la firme, dite « fondée sur les ressources » ou « fondée sur les compétences », qui se concentre sur cette deuxième question. Cette novelle approche de la firme se présente comme alternative ou complémentaire des approches contractuelles. Cette perspective rassemble des travaux qui sont très divers et qui ne constituent pas une théorie unifiée. Leur principale distinction par rapport au cadre contractualiste de la firme concerne toutefois les questions qu'ils traitent et leurs fondements théoriques.

L'objet premier de approche alternative de la firme est d'expliquer pourquoi certaines firmes ont durablement des performances supérieures, ou plus généralement chez les

évolutionnistes[65], « *pourquoi les firmes diffèrent durablement dans leurs caractéristiques, comportements et performances* ». Une réalité essentielle, que les approches contractuelles peuvent difficilement expliquer. La réponse à cette question va être recherchée dans l'analyse des dynamiques d'accumulation de connaissances et compétences spécifiques par les firmes. Du coup, notre objet de recherche, l'actionnariat salarié, pourrait trouver une explication autre que « une réalité dysfonctionnelle » par rapport à un cadre théorique contractualiste qui n'ar pas analyser ce nouveau mode de fonctionnement de la firme du 21ième siècle ?

Effectivement, chaque firme dispose des compétences spécifiques qui lui sont propres, que les autres firmes ne peuvent pas acquérir rapidement, parce qu'elles sont difficiles à imiter et qu'elles ne peuvent être acquises sur le marché. Et ces compétences reposent partiellement sur des connaissances *tacites*, non formalisées et donc difficilement transférables entre individus ou entre organisations. Ainsi, la compétitivité et la performance de chaque firme reposent sur un ensemble de « *core capabilities* » (compétences foncières). On obtient dès lors une vision de la firme comme « *nœud de compétences* » plutôt comme nœud de contrats. La plupart de ces analyses se situent dans une perspective dynamique, accordant une grande importance aux changements technologiques et aux processus d'évolution. D'où l'accent mis par certains auteurs sur les compétences *dynamiques*, qui donnent à la firme la capacité de se transformer, de suivre et impulser les changements technologiques et les transformations de l'environnement. Les travaux de Chandler, qui s'est fait le défenseur d'une théorisation de la firme à partir des compétences, contre la théorie des coûts de transaction, se situent aussi dans cette perspective.

Weinstein (2008) souligne qu'il faut accepter que les firmes peuvent, y compris dans le même secteur d'activité, avoir des formes d'organisation et de gouvernance différentes. Ce qui va à l'encontre de l'idée dominante selon laquelle il y aurait toujours, dans un contexte donné, un mode d'organisation efficient unique qui devrait s'imposer à tous. La mise en place de l'actionnariat salarié par un nombre de plus en plus important d'entreprises modernes trouve ainsi sa justification dans cette vision alternative de la firme comme étant un mode d'organisation si ce n'est de gouvernance permettant l'entretien et le développement des compétences spécifiques de la firme.

En effet, le fait de se focaliser sur les compétences de la firme conduit à se questionner sur les conditions dans lesquelles ces compétences se forment et évoluent. La théorie des

[65] La théorie évolutionniste de la firme peut être rattachée à ce courant (Weinstein, 2008).

organisations s'intéresse depuis longtemps à ces questions; tout particulièrement le courant évolutionniste dans un cadre théorique qui se veut une alternative au paradigme néoclassique (*ibid.*). Les travaux d'analyse reposent d'abord sur une théorisation des comportements individuels construite dans la lignée de Simon et March, et mobilisant des avancées des sciences cognitives. Une place centrale est consacrée à l'étude des processus d'apprentissage ; tout particulièrement les apprentissages organisationnels, afin de comprendre comment la firme crée les conditions favorisant la construction des apprentissages collectifs et des compétences collectives qui vont se matérialiser dans un ensemble de « *routines organisationnelles* ». A la lumière de cette vision alternative de la firme, l'actionnariat salarié peut être envisagé et analysé comme un mode d'organisation facilitant la mise en place d'un processus dynamique d'apprentissage collectif au sein de la firme.

Nous retrouvons de même dans cette approche alternative de la firme, tout comme dans les approches contractuelles, un questionnement quant aux modes les plus efficaces de coordination entre les individus et les groupes, mais il s'agit d'une coordination « *cognitive* » visant à combiner les connaissances et les compétences individuelles et à favoriser les apprentissages, par opposition à une coordination « *politique* » qui vise à rendre compatibles les intérêts des individus (*ibid.*).

Nous devons toutefois souligner, dans la lignée des analyses de Coriat et Weinstein (1995) que la focalisation de cette vision alternative de la firme sur les problèmes d'apprentissage et d'accumulation de connaissances, sur la dimension cognitive des organisations, constitue à la fois une force et une faiblesse. Une force car elle s'approche ainsi d'une question essentielle pour comprendre ce que sont les firmes et comment elles fonctionnent, et cela tout particulièrement quand la capacité d'innovation est la condition de leur survie. Une faiblesse, dans la mesure ou cela conduit à ignorer, le plus souvent, les dimensions conflictuelles des rapports économiques, et le fait que les firmes capitalistes sont des organisations particulières, dont la finalité n'est pas tant la production pour elles-mêmes, que la recherche du profit.

Il s'avère ainsi que le problème central que doit traiter la théorie de la firme est celui de la combinaison de la dimension « *cognitive* » et de la dimension « *politique* ». Nous trouvons des pistes allant dans cette direction dans les analyses des firmes japonaises, chez Aoki notamment, qui montrent comment les systèmes d'incitation et les modes d'organisation et de gouvernance (donc aussi l'actionnariat salarié) peuvent favoriser les apprentissages et l'innovation.

En même temps, le dépassement des approches contractuelles peut se faire dans des directions très différentes de celle des approches fondées sur les compétences.

### ACTIONNARIAT SALARIE ET L'APPROCHE POLITIQUE DE LA GOUVERNANCE

La particularité des approches politiques de l'entreprise vient de leur intérêt pour la dimension institutionnelle de l'entreprise, au-delà de son aspect organisationnel. Ainsi, l'entreprise est vue principalement comme étant un lieu de production de règles et de différentes normes permettant la régulation des comportements. Deux courants français hétérodoxes, l'école de la régulation et l'économie des conventions, développent notamment cette perspective. Nous allons nous intéresser à l'articulation possible de ces approches pour l'étude du mécanisme de l'actionnariat salarié, l'intérêt de cette démarche étant justifié par l'éclairage nouvel quant à la place de l'actionnariat salarié dans les modes de gouvernance de l'entreprise d'après la crise financière actuelle.

La conception régulationniste de l'entreprise met principalement l'accent sur sa dimension politique et conflictuelle, l'entreprise étant au centre d'un rapport de force concevant et équilibrant la régulation macroéconomique des économies. Cette approche permet de rapprocher les transformations subies par les entreprises et l'évolution de l'économie ainsi que de son mode de régulation.

Plusieurs auteurs s'intéressent ainsi à la régulation du capitalisme financier, ne partageant pas l'ambiance euphorique de la dérégulation de l'économie au nom de la suprématie de la doctrine de la création de valeur pour l'actionnaire, postulat majeur de la philosophie du libre-échange défendue par les théories économiques néo-classiques (Stiglitz, 2002, 2003 ; Aglietta et Rebérioux, 2004).

Dans cette optique, les travaux d'Aglietta mettent en évidence le grand déséquilibre économique qui prend forme depuis la libéralisation des échanges financiers, déséquilibre dû principalement à la « *recherche d'une rémunération de l'épargne … qui est systématiquement plus élevée que la rentabilité économique du capital immobilisé* » ce qui provoque une « *fragilité financière endémique* » (Aglietta, 1999, p.56). L'auteur se montre très critique envers la globalisation financière qui a inversé le régime de croissance des trente glorieuses doté des mécanismes financiers au service de l'accumulation du capital, en instaurant une prédominance de la finance sur l'économie réelle.

La réflexion centrale de l'approche régulationniste s'articule autour d'une « *interrogation sur la nature de l'entreprise moderne, des pouvoirs qu'elle renferme et des finalités que ses dirigeants poursuivent effectivement, sans se laisser aveugler par l'idéologie de la souveraineté des actionnaires* » (Aglietta et Rebérioux, 2004, p. 8).

Les chercheurs soulignent entre autre le paradoxe suivant : « *plus les dispositifs de contrôle aux mains des actionnaires se multiplient, plus les dirigeants des entreprises exploitent aux fins de leur enrichissement personnel la dépendance des entreprises à l'égard des marchés boursiers* » et remettent ainsi en cause le « *principe même du contrôle par les actionnaires externes* » (Aglietta et Rebérioux, 2004, pp. 9 et 12).

Selon les mêmes auteurs, « *les relations de pouvoir au sein de l'entreprise, déterminant sa stratégie sur les différents marchés (de la finance, des produits, du travail) ont été bouleversées par les transformations de la sphère financières* » et « *les relations qui se nouent entre les principales parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, dirigeants, salariés) autour du contrôle des firmes ont pris une dimension nouvelle* » (Aglietta et Rebérioux, 2004, p. 14).

On peut enfin chercher à resituer l'analyse de la firme et de ses formes dans le cadre des systèmes institutionnels où elle s'insère. C'est ce que fait, d'une certaine manière, la théorie des conventions en analysant la diversité des formes de rationalité et des modes de coordination. Ce qui lui permet d'avancer une lecture originale des conditions de la coordination dans différents modèles d'entreprises (Gomez, 1996, 2003a, 2003b; Gomez & Gauthier, 2005; Gomez & Jones, 2000).

L'analyse conventionnaliste combine en quelques sorte les approches politiques et cognitivistes, dans une perspective microéconomique de l'entreprise. Le marché est vu comme une institution, une construction sociale parmi d'autres. La notion de la convention y tient une place centrale car c'est l'élaboration des conventions qui permet la coordination des individus. L'idée principale de la théorie des conventions c'est la nécessité de l'existence des conventions (un système d'attentes réciproques entre les personnes sur leurs comportements) comme préalable à tout échange, coordination, coopération entre les individus. Ces conventions (sous une forme écrite ou non) permettent d'analyser les échanges des individus dans des situations à la fois conflictuelles et coopératives (*ibid.*).

L'approche conventionnaliste se démarque des analyses contractualistes car elle considère l'entreprise à travers une logique d'arbitrage entre les différentes conceptions d'un bien

commun, basées sur des valeurs à partir des quelles l'entreprise souhaite être jugée (ce qui dépasse le souci d'efficacité économique à la base des approches contractualistes).

Cela conduit à mettre en évidence la dimension historique des institutions et des formes d'organisation et à considérer la diversité des formes de firme et des « *modèles productifs* », notamment selon les contextes nationaux. Il y a dans ces différentes voies des éléments essentiels pour comprendre les traits fondamentaux de la firme capitaliste et les formes qu'elle prend dans la période actuelle.

***

Ainsi, les voix se multiplient pour dire qu'il soit nécessaire « *d'aller au-delà des théories contractuelles focalisées exclusivement sur la rationalité calculatoire* » (Albouy, 2009; Denis, 2009) soulignant que « *la déconnexion entre l'activité économique effective et l'abstraction financière contredit la vision actionnariale de la gouvernance d'entreprise qui postule que la finance résume et traduit l'économie réelle* » (Albouy, 2009, p.26; Gomez, 2001, 2004, 2009, 2010; Gomez & Korine, 2009).

La théorie financière s'avère incapable d'analyser correctement l'objet de notre recherche qui est l'actionnariat salarié. Quant certains auteurs considèrent (Harribey, 2001, p.80) qu'avec la généralisation de l'actionnariat salarié dans les pays développés, le salarié actionnaire « *se schizophrénise puisqu'il devra constamment arbitrer entre son salaire et son emploi d'un coté et le rendement de son capital de l'autre, sauf si son entreprise, dont il détient les actions, a investi dans des lieux du monde au sein desquels les salariés n'ont pas accès à la propriété financière, ou bien, s'il est déjà à la retraite, il devra arbitrer entre son rendement et l'emploi de ceux qui, par leur activité, le nourrissent* », nous ne pouvons pas passer sous silence ce parti pris évident à l'encontre des actionnaires salariés.

En effet, si tout acteur économique qui serait placé dans une situation de devoir arbitrer entre deux situations différentes, devrait être considéré par la théorie économique comme étant schizophrène, la recherche en économie et en sciences de gestion aurait bien du mal à avancer !

Notre travail de recherche a l'ambition d'aller au-delà de cette argumentation un peu trop simpliste à notre (humble) avis. Par ailleurs, Gomez & Korinne (2009) soulignent eux aussi que les scientifiques ne pourront indéfiniment se satisfaire de la résolution de la question de l'actionnariat salarié par un diagnostic de schizophrénie imputée à l'actionnaire salarié, « *schizophrénie qui est, peut-être, plutôt celle du chercheur* ». Ceci

justifie notre envie d'ouverture vers d'autres cadres théoriques capables d'apporter des éléments de réponse supplémentaires.

Car plusieurs auteurs s'accordent sur l'impérieux besoin de faire évoluer le cadre de pensée de la théorie financière, pour « *réconcilier la finance et le management* » et afin de mieux prendre en compte « *les dimensions cognitives, psychologiques et sociales des processus de création de valeur* » (Charreaux, 2009a).

Par conséquence, et afin de dépasser toutes les limites que nous venons d'énumérer concernant l'incapacité du cadre contractuel de la firme d'analyser pleinement notre objet de recherche qui est l'actionnariat salarié, nous allons essayer, dans notre deuxième chapitre, d'élargir le cadre théorique mobilisé initialement *via* un glissement vers une réflexion basée sur le cadre théorique (assez jeune par ailleurs) des études sociales de la finance, nous permettant d'esquisser les contours de la nouvelle vision cognitive de la gouvernance qui prend forme tout doucement dans les recherches actuelles dans le champ de la gouvernance, appuyée sur la théorie des parties prenantes et les théories socio-cognitives de la firme.

Notre objectif étant d'aboutir à une meilleure compréhension des enjeux et des effets de l'actionnariat salarié au sein des entreprises françaises cotées, ceci dans une perspective qui se veut complémentaire au (et non pas contradictoire du) cadre théorique néo-classique orthodoxe.

*

*  *

## SYNTHESE 1

L'analyse des fondements juridiques et économiques du mécanisme de l'actionnariat salarié nous a permis de dresser un état de lieu quant à son évolution historique ainsi qu'à sa progression actuelle au sein des entreprises françaises. Nous avons constaté de la sorte que l'actionnariat salarié contribue ainsi à renforcer durablement les fonds propres des entreprises qui souhaitent assurer une plus grande stabilité de leur capital. L'actionnariat salarié concourt aussi à un plus grand partage de profits.

Notre étude des conséquences juridiques de l'apparition du phénomène de l'actionnariat salarié nous a permis de conclure, dans la lignée des travaux de Bruder, Autenne, Montaigne, etc que même si les actionnaires salariés bénéficient de certaines conditions préférentielles pour acquérir leurs titres, ceci ne veut pas dire qu'ils ne participent pas aux apports. En fait, chaque avantage consenti est accompagné d'une contrepartie (comme le blocage des titres pour une durée de 5 ans, entrainant le risque de devoir subir une chute des cours, etc). Ainsi, en ce qui concerne les actionnaires salariés, leur contribution aux apports existe bel et bien, cet apport étant tout simplement aménagé car les conditions préférentielles concernant l'acquisition des titres sont compensées par la fidélité des actionnaires salariés à leur société (Bruder, 2007, p.59). Effectivement, le blocage obligatoire des titres des actionnaires salariés permet aux entreprises de s'autofinancer sans recourir à des titres d'emprunt, et profiter ainsi des avantages de cette stabilité d'une partie de leur actionnariat.

Les conséquences de l'actionnariat salarié en droit des sociétés apparaissent minimes en ce qu'elles ne semblent pas modifier grandement les mécanismes sociétaires. En effet, nous avons pu constater que l'apparition de l'actionnaire salarié n'ébranle pas les principes constitutifs du droit des sociétés que sont les critères relatifs à la définition d'un associé et le principe d'égalité. De même, les incidences de ce mécanisme sur le fonctionnement sociétal, en particulier en matière de gestion, laissent une impression contrastée. Il ne semble pas que les actionnaires puissent constituer un réel contrepouvoir ou avoir leur mot à dire en terme de gestion. Ainsi, l'actionnariat salarié fait plutôt figure

d'un outil nécessaire à la régulation du système économique actuel et les aménagements constatés au niveau des mécanismes sociétaires ne semblent être que la traduction d'une volonté politique nécessaire pour inciter les salariés à investir leur épargne au sein de leur entreprise. Il s'inscrit encore dans une logique capitaliste au service des actionnaires alors qu'il pourrait être aménagé afin d'être au service d'une logique institutionnelle plus au service de l'entreprise (Bruder, 2007).

Dans un deuxième temps, notre analyse approfondie des arguments issus de la théorie financière de la firme nous a permis de mettre en avant le fait que la théorie de l'agence élargie considère le mécanisme de l'actionnariat salarié comme étant un mode de résolution privilégié des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, et dans une moindre mesure avec l'ensemble des salariés (Dondi, 1992). L'actionnariat salarié semble favoriser l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des autres « *stockholders* » (Pugh & al., 2005 ; Gamble, 2000).

Néanmoins, la théorie contractualiste offre une vision de l'entreprise comme devant être orientée vers la maximisation des intérêts des actionnaires en tant que créanciers résiduels, le problème central consistant à inciter les diverses parties prenantes à adopter les comportements orientés vers la création de valeur actionnariale.

Par ailleurs, les conflits d'intérêts tiennent une place trop importante dans les théories contractuelles. Il faut compéter le cadre d'analyse en mobilisant des cadres théoriques complémentaires afin d'arriver à dépasser l'analyse des (simples) conflits d'intérêts en allant vers une analyse des fondements de l'action collective et de la coopération au sein de l'entreprise (Rainelli – Le Montagner, 2003) car une surfocalisation sur les conflits d'intérêts mène forcément vers un oubli de la dimension coopérative de l'action collective sans laquelle aucune entreprise ne puisse exister.

Dans le cadre de notre analyse de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance de la firme, les études portant sur la structure de propriété (ou la géographie du capital) et celles traitant des effets de la rémunération incitative des dirigeants sur la performance de la firme ont particulièrement attiré notre attention.

Nous avions vu dans le premier chapitre que l'intérêt de la théorie économique néo-classique de la firme pour étudier l'actionnariat salarié reste assez réduit à cause de quelques hypothèses très simplifiées et réductrices du comportement humain qui fondent cette vision de la firme.

Pour remédier à cela, nous allons chercher à approfondir l'étude de l'actionnariat salarié en nous tournant vers des théories qui intègrent mieux l'importance des logiques cognitives et comportementales dans l'analyse de la réalité des organisations.

# CHAPITRE 2. VERS UNE ANALYSE SOCIO-COGNITIVE DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR

*La connaissance minutieuse des mécanismes intimes de la motivation est indispensable à la construction d'une théorie viable de la firme, dans la mesure où ils déterminent pour une bonne part le comportement des individus dans l'organisation.*

George Baker, Michael Jensen et Kevin Murphy, *Journal of Finance*, n°43 (1988)

Comme nous venons de voir dans le premier chapitre de notre thèse, le mécanisme de l'actionnariat salarié ne peut pas être analysé dans une logique strictement contractualiste.

L'actionnariat salarié est le résultat d'interactions concrètes entre acteurs réels, en liaison avec un contexte sociopolitique singulier. Son analyse mériterait ainsi d'être enrichie de questionnements plus larges incluant les dimensions sociales et politiques, institutionnelles, cognitives, etc.

Pour ce faire, nous allons inscrire la suite de nos développements théoriques dans un nouveau champ de recherches consacré aux études sociales de la finance, connu sous le nom de « *Social Studies of Finance* » qui a émergé ces quinze dernières années en France (Callon & Muniesa, 2003; Godechot, 2001, 2005, 2006; Montagne, 2008, 2009a, 2009b; Orléan & Tadjeddine, 1998) et à l'étranger (MacKenzie, Muniesa, & Siu, 2007). À la croisée des disciplines, il propose un regard original sur les marchés financiers et le comportement des acteurs du secteur partant du constat que le monde complexe de la finance contemporaine dépasse le domaine des sciences économiques.

Ce champ théorique avance l'idée que pour arriver à une compréhension approfondie des transformations des marchés financiers, de l'industrie bancaire et des nouveaux modes de financement des entreprises, les chercheurs doivent utiliser de nouvelles approches théoriques qui puissent aborder toutes les dimensions de ces phénomènes. Des travaux récents en sociologie économique, anthropologie culturelle, sciences politiques ou en sciences cognitives ont été réalisés pour mettre en évidence la spécificité des relations financières. Au sein de ce courant, des contributions en provenance des sciences

économiques, comme l'économie institutionnelle, l'école de la régulation ou encore l'économie des conventions, dialoguent de plus en plus avec ces nouvelles approches.

De ce fait, nous allons, dans la lignée du courant des *études sociales de la finance*, essayer d'enrichir notre cadre théorique permettant d'aboutir à une analyse socio-cognitive de l'actionnariat salarié afin de dépasser les limites de la vision contractualiste relevées à la fin de notre premier chapitre.

En effet, nous avions mis en avant dans le chapitre précédant les principales insuffisances conceptuelles du cadre théorique contractualiste basé sur la théorie économique néo-classique pour l'analyse du mécanisme de l'actionnariat salarié, et notamment la non prise en compte suffisante des conditions fondamentales et indispensables à la *coopération* et à la coordination des acteurs au sein de l'entreprise, facilitatrices de *l'action collective*, qui sont les questions de l'*apprentissage*, de l'*innovation* et de la *confiance organisationnelle*.

C'est pourquoi nous avons décidé d'approfondir notre analyse théorique de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises françaises cotées dans une logique socio-cognitive de la firme, en croisant les apports de *l'approche basée sur les ressources* et de la *théorie des réseaux sociaux*.

Les théories cognitives de la firme accordent une grande importance aux conditions de la création interne des connaissances par la firme, c'est-à-dire à la notion de *l'apprentissage organisationnel*, ainsi qu'aux phénomènes de *vision* et de *confiance organisationnelle*. L'approche basée sur les ressources (*Ressource-Based View)* formalisée et développée à partir des recherches de Prahalad et Hamel (1990) focalise notamment son attention sur les questions liées à la construction des compétences, sur la capacité des firmes à innover, à créer de nouvelles opportunités d'investissement et à modifier leur environnement. Selon cette approche, la clé de la performance organisationnelle se situe davantage dans l'aptitude du management à imaginer et discerner de nouvelles opportunités (Conner & Prahalad, 1996; Hamel & Prahalad, 1994) que dans sa capacité à restructurer les processus actuels ou à reconfigurer le portefeuille d'activités en réponse aux évolutions de l'environnement (Charreaux, 2002a, 2002b).

Par ailleurs, l'analyse néo-institutionnelle de l'actionnariat salarié nous donne d'autres éléments de compréhension supplémentaires par rapport au cadre contractualiste néo-classique de la firme, avec l'aide des notions-clés telles *l'encastrement* des mécanismes organisationnels et l'importance des *réseaux sociaux* dans l'économie moderne. En effet, l'actionnariat salarié est un phénomène *encastré* dans le contexte sociopolitique des entreprises, et son analyse doit en tenir compte (première section).

Un autre élément de grande importance que nous devons intégrer dans notre analyse, au cœur de l'approche théorique de la firme basée sur les ressources, c'est la notion de *capital intellectuel* de la firme, car comme le souligne Drucker (1993), avec l'arrivée de la *nouvelle économie de la connaissance*, le capital intellectuel n'est pas seulement une ressource parmi les autres facteurs traditionnels de la production (capital, travail, terre), mais c'est la ressource qui a actuellement le plus de valeur : en effet, bien souvent la valeur de marché des actifs intellectuels de l'entreprise est plusieurs fois supérieure à la valeur de ses actifs tangibles (Bontis, 2002a, 2002b).

Par conséquence, comme le curseur se déplace aujourd'hui vers une définition de l'entreprise dans les termes de la « *création/génération de valeur* » plutôt que dans celui d'une « *répartition optimale de la rente* », le nouveau rôle du management doit dépasser aujourd'hui les suppositions économiques du passé (Ghoshal & Moran, 1996). Nous allons donc nous interroger quant à l'utilisation possible du mécanisme de l'actionnariat salarié pour protéger et renforcer le processus *d'apprentissage organisationnel* permettant un développement du *capital intellectuel* de la firme moderne (deuxième section).

Afin d'approfondir le questionnement quant à l'effet potentiel de l'actionnariat salarié sur le capital intellectuel de la firme, nous allons poursuivre notre analyse théorique en nous focalisant sur les deux composantes fondamentales du capital intellectuel qui sont le *capital humain* et le *capital social* de la firme.

Nous allons essayer de définir si le phénomène de l'actionnariat salarié a la faculté de *faciliter les interactions sociales* et de *favoriser* ainsi *l'action collective* en renforçant le *capital social* des entreprises ayant fait le choix de mettre en place un plan d'actionnariat salarié. En effet, il nous semble qu'il est essentiel pour une entreprise de s'interroger quant aux mécanismes indispensables pour encourager l'action collective au sein des organisations, surtout à l'époque actuelle qui est marquée par l'importance du *capital humain* et du *capital social*, compte tenu du fait que les *capacités d'apprentissage et d'innovation* tout comme la capacité de l'entreprise de *générer de la confiance organisationnelle* sont des leviers essentiels de création de valeur dans la nouvelle économie de la connaissance (troisième section).

Puis, une fois que le rôle de l'actionnariat salarié dans la création et le maintien du *capital intellectuel* de l'entreprise aura été analysé, nous allons essayer de mettre en perspective les résultats obtenus afin de définir les *nouveaux enjeux de l'actionnariat salarié dans le cadre de la vision cognitive de la gouvernance d'entreprise* (quatrième section).

## L'ACTIONNARIAT SALARIE, UNE INSTITUTION ENCASTREE SOCIALEMENT

Tout un pan de la littérature théorique, appelée « *économie néo-institutionnelle* » essaie de définir (au sein du paradigme de la théorie économique néo-classique) les conditions de l'apparition des institutions économiques particulières ainsi que les effets de ces institutions sur le fonctionnement du système économique.

Les chercheurs s'inscrivant dans la perspective de recherche dite « *néo-institutionnaliste* » considèrent qu'il ne faut pas limiter l'étude du comportement économique des agents au seul comportement rationnel, en insistant sur le besoin de construire un cadre théorique élargi aux comportements, habitudes et aux institutions (DiMaggio & Powell, 1983 ; Allouche & Huault, 2006).

L'originalité de la perspective néo-institutionnaliste provient du fait qu'elle essaie de combiner l'analyse des processus cognitifs et la dimension sociale des actions et des choix, afin de mieux articuler les approches économiques et psychologiques pour une meilleure compréhension des interactions sociales.

Comme le font remarquer Allouche et Huault (2006), la démarche sociologique est partagée avec d'une part, une analyse des organisations qui oublie les institutions et d'autre part, une sociologie institutionnaliste qui semble oublier les acteurs.

En effet, la sociologie des organisations se focalise sur le pouvoir et les stratégies d'acteurs, dans le paradigme de l'individualisme méthodologique, et insiste sur l'équilibre des relations entre les acteurs sociaux comme le meilleur processus de coordination (Crozier & Friedberg, 1977). Ce processus est sensé être producteur de régulations, alors que le poids des institutions est minimisé, voire ignoré.

Parallèlement, les travaux issus du cadre de la sociologie néo-institutionnelle (DiMaggio & Powell, 1983; J. Meyer & Rowan, 1977; Scott, 1995) analysent les logiques sociales par la prégnance des institutions, dans une perspective holiste. Dans ce cadre théorique, les organisations sont la conséquence des processus institutionnels qui les dépassent, sans

aucune référence à la rationalité[66] des acteurs. Ainsi, les structures et les comportements des organisations sont le résultat des institutions « *tenues pour acquises* », et non pas d'une quelconque maximisation des stratégies individuelles (Allouche & Huault, 2006, p. 663).

La théorie néo-institutionnelle remet aussi en cause le cadre d'analyse néo-classique fondé sur l'optimisation rationnelle des actions individuelles des agents économiques. Di Maggio et Powell (1993) affirment que les entreprises à la recherche de solutions peuvent imiter des pratiques ou des stratégies appliquées par d'autres entreprises avec succès. En conséquence, à force de rechercher dans leur environnement des solutions appropriées, les entreprises deviennent isomorphes à celui-ci. Le mimétisme et l'isomorphisme sont reliés à une notion fondamentale chez les néo-institutionnalistes, le champ organisationnel, considéré comme étant une force qui tend à homogénéiser les comportements, avec le temps - il se développe peu à peu une forme de rationalité collective propre au champ (Huault, 2002).

Nous devons toutefois souligner que le concept de mimétisme divise néanmoins les chercheurs néo-institutionnels autour de la question de la rationalité des comportements des acteurs économiques et des organisations.

Certains auteurs néo-institutionnalistes considèrent que l'institution s'apparente à un système de règles qui prescrivent les comportements et limitent le libre arbitre des acteurs économiques qui ne seraient pas conscients de l'influence des institutions sur leurs attitudes et leurs décisions. Leurs choix se feraient ainsi en référence à des normes sociales plutôt qu'en fonction d'une comparaison rationnelle des solutions possibles (Bensédrine & Demil, 1998). Ainsi, Tolbert et Zucker (1983) remarquent que le mimétisme institutionnel incite à la diffusion de nouvelles pratiques managériales malgré l'absence de motif économique. Par ailleurs, Di Maggio et Powell (1993) considèrent que les organisations agissent non pas par souci d'efficacité, mais pour augmenter leur légitimité.

D'autres travaux néo-institutionnalistes défendent l'idée qu'il peut être rationnel pour des acteurs ou des organisations de se conformer à des règles établies si elles ont fait la preuve de leur efficacité. Dans cette logique, Di Maggio et Powell (1993) souligne que l'alignement d'une organisation sur d'autres et le partage de compétences améliorent les performances économiques et financières et aboutissent à la création d'un avantage concurrentiel soutenable. Certains acteurs peuvent obtenir un profit individuel dans le respect des règles

66 Rappelons qu'« est rationnel, le comportement qui conduit à entreprendre l'alternative qui détermine les conséquences les plus favorables » (Simon, 1982).

et des normes institutionnalisées (Fligstein, 1991, 2001, 2007) ,étant ainsi à la recherche d'une rationalité personnelle.

Selon Huault (2002), les comportements institutionnalisés relèvent d'une rationalité d'un ordre différent de celui de la rationalité économique. Se conformer aux normes sociales permet aux organisations de bénéficier de nombreux avantages allant de la légitimité ou d'un prestige accru à un soutien social, l'accès aux ressources et l'attraction d'un personnel de qualité, en passant également par la reconnaissance par la profession et le secteur d'activité et par une certaine stabilité.

Le concept d'institution, promu par différents courants théoriques, ne recouvre pas les mêmes réalités empiriques, ni les mêmes fondements[67] théoriques chez les différents auteurs. D'un coté, les travaux s'inscrivant dans la tradition économique (Nelson & Winter, 1982; Williamson, 1985) mettent en avant une *conception instrumentale des institutions*. De l'autre coté, l'approche sociologique développe une vision plus large des institutions, en les analysant comme étant de *véritables moyens de coordination sociale* (DiMaggio & Powell, 1983; J. Meyer & Rowan, 1977; Scott, 1995).

De plus, la démarche sociologique, dans la lignée des travaux de March et Simon, adopte une approche cognitiviste en appréhendant la décision comme « *le résultat de processus dans lequel routines et scripts d'origine institutionnelle jouent un rôle majeur* » (Allouche & Huault, 2006, p. 664).

Ces derniers auteurs soulignent par ailleurs que le concept de l'institution est mobilisé dans les travaux en sciences de gestion en prenant appui sur les deux démarches mentionnées ci-dessus, ceci afin d'intégrer la logique de l'efficacité économique au sein des structures sociales plus larges pour analyser la performance tout en tenant compte de la rationalité des acteurs et du poids des institutions, aucun de ces deux facteurs n'étant considéré comme supérieur à l'autre.

Par ailleurs, Granovetter (1985) signale que même dans l'approche économique néo-institutionnaliste on a du mal à reconnaître l'importance des relations personnelles et des réseaux de relations, ce qu'il appelle « *encastrement* » (*embeddedness*) dans la création des relations de confiance, dans l'établissement des attentes, et dans la création et le renforcement des normes.

[67] S'opposant à l'individualisme méthodologique sur lequel s'appuie le courant économique, l'approche sociologique souligne l'importance d'étudier les interactions aux niveaux intermédiaires, voire même macro-sociaux (Allouche & Huault, 2006, p. 663).

Granovetter se positionne alors à un niveau intermédiaire, à mi-chemin entre la vision *sous* et *sur* socialisée[68]. D'où sa thèse d'*embeddedness* : les actions que les acteurs entretiennent pour atteindre un objectif sont encastrées dans un système concret et continu de relations sociales. La conséquence de son raisonnement étant le fait qu'*il ne faut plus prendre comme point de départ de l'analyse l'agent isolé mais les interactions des agents pris dans un contexte social plus large*. Ce contexte renvoie au réseau de relations sociales et à la théorie des réseaux sociaux qui émerge.

L'originalité de la théorie des réseaux sociaux tient à son intérêt pour les relations entre les individus, se différenciant ainsi de la posture de recherche classique, centrée sur les seuls attributs des acteurs : « *le moteur social causal derrière ce que les gens ressentent, croient, font, repose sur les formes des relations sociales entre acteurs au sein d'une situation sociale donnée* » (Burt, 1992b). Cette perspective de recherche prend comme point de départ le fait que les individus n'agissent pas seuls, de manière isolée, mais au sein d'un réseau de relations qui va à la fois faciliter et limiter leur action. Cherchant à analyser en même temps l'action des individus ainsi que son contexte relationnel, la théorie des réseaux sociaux se pose en véritable théorie de l'action (Baret, 2006).

Baret (2006) rappelle que les réseaux sociaux sont considérés comme un mode de coordination alternatif au marché et à la hiérarchie, supérieur au contrat, permettant d'échanger des ressources sans terme ni contrat explicite. Ce qui caractérise ce mode de coordination, c'est sa grande flexibilité (facilitant l'adaptation des individus et des entreprises aux circonstances) tout comme la possibilité d'échanger des ressources complexes et difficiles à spécifier comme l'entraide et surtout la connaissance.

A la lumière de cette perspective théorique, le dispositif de l'actionnariat salarié peut finalement être analysé comme étant une institution, c'est-à-dire un moyen de *coordination des interactions sociales* au sein de l'entreprise. L'actionnariat salarié serait-ce ainsi un mécanisme de coordination (permettant un état d'équilibre autre que celui de l'optimum concurrentiel défendu par la vision contractualiste de la firme) ?

---

[68] Publiés entre 1978 et 1990, les autres travaux permettent de mesurer l'apport de M. Granovetter à l'analyse des réseaux sociaux tout en éclairant la position originale qu'il occupe dans ce vaste ensemble hétéroclite qu'est la sociologie économique. Comme d'autres tenants de cette approche, il s'attache à montrer les limites de la théorie économique néo-classique dans la compréhension du fonctionnement des marchés en montrant notamment l'« *encastrement* » des activités économiques dans les relations sociales sinon interpersonnelles. Cependant, il se refuse selon ses propres termes à jeter le bébé (le *modèle théorique de l'économie de marché*) avec l'eau du bain (*l'hypothèse de rationalité des agents économiques*).

Cette coordination étant assurée dorénavant non plus principalement par les prix, mais aussi par une forme sociale spécifique de solidarité suggérée par la théorie des réseaux sociaux, basée sur le développement de la *confiance organisationnelle* ?

## A. La confiance comme instrument d'analyse de l'organisation

L'approche socio-cognitive de la firme développe un cadre d'analyse de la firme dépassant la focalisation exclusive sur les marchés concurrentiels, en s'intéressant à l'organisation, l'institution et aux normes sociales, ainsi qu'aux formes non marchandes de coordination de l'action et aux conventions. En prenant appui sur « *l'incomplétude de la logique marchande pure* » (Orlean, 1994), l'approche socio-cognitive de la firme met au centre de ses préoccupations les questions de la production des règles, de l'action collective et des apprentissages (Reynaud, 1997, 1998a, 1998b). Une notion importante – la confiance – est introduite du coup dans ce cadre théorique renouvelé, pourtant, le concept de la confiance n'est pas nouveau dans la théorie économique de la firme. En effet, Arrow (1974) met la confiance au centre des institutions invisibles, à coté des principes éthiques et moraux, considérant que « *la confiance et les valeurs similaires, la loyauté et la franchise, sont des exemples de ce que l'économiste appelle externalités. Ce sont des biens, ce sont des marchandises. Elles ont une valeur économique, réelle et pratique ; elles accroissent l'efficacité du système, vous permettent de produire plus de biens ou de valeurs (...). Mais ce ne sont pas des marchandises pour lesquelles l'échange sur un marché est techniquement possible ou même a un sens* » (*ibid.*, p 23). Ainsi, en décrivant la confiance comme étant « *le lubrifiant qui fait fonctionner la machine*» et en la présentant comme «*l'unité de mesure de la légitimité du chef par rapport à ses collaborateurs qui ne peut ni s'exiger, ni s'acheter mais qui doit se gagner* », Bennis (1984) met l'accent sur le côté social de la confiance et rejoint l'idée de Arrow (1974) pour qui « *la confiance est un lubrifiant important du système social ; elle est extrêmement efficiente ; elle évite de se donner la peine d'avoir à apprécier le crédit que l'on peut accorder à la parole des autres* ». Zuker (1983, 1986) , réconforte cette idée en considérant simplement que « *la confiance est une série d'attentes sociales partagées par les personnes impliquées dans un échange économique* ».

Effectivement, dans le cadre théorique contractualiste néo-classique, l'hypothèse de la rationalité parfaite des agents économiques rend leurs comportements tout à fait prévisibles, nul besoin de se préoccuper de la question de la confiance. Par contre, dès lors qu'on admet l'hypothèse de la rationalité limitée qui stipule l'existence d'une information imparfaite et asymétrique, la notion de la confiance devient intéressante et légitime

(Reynaud, 1997, 1998a, 1998b). La confiance est donc consubstantielle à l'hypothèse de la rationalité limitée des agents économiques en situation d'incertitude.

Or, sachant que toutes les formes de coordination qui encadrent ou régulent la coopération sont incomplètes (Favereau, 1997) , il devient vite impossible, dans une perspective de rationalité limitée des agents économiques, d'envisager ou d'anticiper toutes les situations qui peuvent surgir au cours de l'activité. Les règles ou les contrats étant incomplets, il est possible qu'à un moment donné, l'aboutissement de la coopération puisse reposer sur un support non contractuel ou non régulé de façon formelle tel que la confiance.

Ainsi, le concept de la confiance est utilisé de plus en plus souvent dans la littérature théorique cherchant à définir les modes de coordination ou de coopération. Le point commun de ces approches réside dans l'encastrement des relations économiques dans les rapports sociaux (Granovetter, 1985, 1994). La confiance découle de constructions multiples, contextualisées, socialement encastrées, ce n'est pas un mécanisme de coordination unique. Par ailleurs, la confiance est inscrite dans l'histoire même de la relation et ne peut pas être conceptualisée sans le temps qui permet aux individus de faire les apprentissages qui vont structurer leur connaissance mutuelle.

Paradoxalement, c'est à partir de la théorie économique orthodoxe que s'est construite et diffusée la discussion, les chercheurs prenant souvent comme référence de départ les écrits de Williamson et son rejet de la confiance (Bornarel, 2007).

### B. La confiance et la vision positive ou négative du comportement humain

Bornarel (2007) explique que l'importance accordée ou pas par les chercheurs au concept de la confiance dépend de la vision positive ou négative intrinsèquement formulée à l'égard du comportement des agents économiques. L'auteur souligne que dans un premier temps, l'hypothèse dominante privilégiée, c'est une vision négative du comportement de l'homme au travail, prenant appui sur les réflexions de Smith (1776) considérant l'homme au travail comme agi par l'égoïsme ou bien sur les travaux de Taylor (1907) qui le définit comme paresseux, incapable de résister à l'appel de la flânerie.

Ainsi, ces deux grands types de comportements négatifs (chercher à capter les ressources de l'organisation et la recherche du moindre effort), ont été formalisés par la théorie économique néo-classique à travers le célèbre « *passager clandestin* ». Williamson (1975) présume que l'homme au travail est motivé par de mauvaises intentions, il suppose que les agents économiques disposent d'une marge de liberté qu'ils utilisent pour l'atteinte de leurs objectifs personnels car ils sont régis par leur nature profondément opportuniste et individualiste. Pour Williamson (1993), même lorsque leurs actions semblent désintéressées, il s'agit d'une illusion car elles sont toujours calculées et c'est seulement dans la sphère privée que l'homme peut être susceptible d'adopter un comportement désintéressé.

Bien évidemment, une telle vision négative du comportement des agents économiques ne permet guère d'envisager la coopération nécessaire au travail sous l'angle d'une relation pacifique ; en rejetant le concept de confiance, cette vision valorise son contraire, et notamment la défiance. Ghoshal et Moran (1996) rappellent que le fait d'investir dans des mécanismes de contrôle pour éviter les comportements opportunistes est perçu comme un signe de méfiance par les agents économiques, ce qui génère potentiellement beaucoup de tensions conflictuelles ; ce présupposé de défiance contraint ainsi les pratiques managériales (Salaman, 1979) des organisations depuis très longtemps.

Quant à la place de la confiance dans la vision plus positive des comportements au travail, Bornarel (2007) rappelle les travaux de Durkheim (1897) considérant que l'homme agit en fonction d'intérêts jugés supérieurs aux siens, que la morale l'engage sur la voie de la solidarité et que, pour cette raison, l'homme est digne de confiance (tant au regard de l'organisation que de ses membres). En effet, selon Durkheim, les individus sont davantage susceptibles d'honorer leurs engagements contraints par leur force morale, parfois même au détriment de leurs intérêts personnels. Dans cette vision positive de

l'humain au travail, les comportements ne sont plus présumés opportunistes mais honnêtes et le rôle de la confiance devient très important, dans une représentation plus large de la firme, socialement encastrée, faisant référence à sa construction et au temps. La confiance devient dès lors une croyance concernant le comportement de l'humain.

Ainsi, étant entendu que la notion confiance n'est pertinente qu'en faisant référence à l'hypothèse de la rationalité limitée et de l'incomplétude des règles, il nous semble indispensable de nous interroger quant au rôle potentiel du mécanisme de l'actionnariat salarié comme antécédent de l'instauration d'un climat de confiance dans le contexte organisationnel actuel, où l'évaluation des résultats (« *outputs* ») n'est guère précise et le degré d'interdépendance élevé.

Si la pérennité de la firme repose sur la présence de la confiance organisationnelle sachant que les salariés agissent loyalement s'ils ont confiance dans la mission poursuivie par l'organisation, alors la mise en place de l'actionnariat salarié pourrait avoir un effet positif sur la coopération et la coordination des activités par des relations informelles au sein de la firme, permettant aux salariés d'exercer également un contrôle en continu en s'assurant, au fil des échanges, que chacun respecte les valeurs communes.

L'actionnariat salarié limiterait ainsi les risques des comportements opportunistes et conduirait les salariés à faire preuve de meilleure volonté pour surmonter les problèmes rencontrés par l'organisation.

Une des sources principales de la production de la confiance organisationnelle, c'est la mise en place de routines communes, générées par des échanges fréquents et divers, qui balisent à la fois le champ des possibles et les interprétations que les acteurs ont des actions de l'autre. La gestion de la confiance organisationnelle comme mode de coordination des activités au sein de la firme renvoie précisément à la nécessité de la mise en place de dispositifs techniques ou organisationnels, d'incitations implicites ou explicites au maintien de la confiance, tel que l'actionnariat salarié. En effet, l'ensemble des mécanismes organisationnels favorisant le travail de l'équipe constituent des exemples d'engagements motivants reposant sur la confiance organisationnelle (Leana & Van Buren, 1999).

L'actionnariat salarié peut être une des solutions pratiques aux problèmes de l'asymétrie d'information et du hasard moral, facilitant l'entretien de la confiance organisationnelle qui est une des conditions nécessaires au maintien de la flexibilité et de l'innovation organisationnelle.

## L'ACTIONNARIAT SALARIE ET LA GESTION DU CAPITAL INTELLECTUEL DE LA FIRME

L'intérêt porté aux problématiques des connaissances est relativement récent bien qu'elles aient été abordées depuis les années soixante notamment dans les travaux ayant cherché à prouver que la principale source de création de valeur pour les organisations résulterait de leur gestion des activités intellectuelles (Drucker, 1993; Galbraith, 2007).

Dans la société de la connaissance moderne, les entreprises jouent le rôle principal dans la création de valeur et la réalisation du progrès économique : en effet, la plus grande partie de la valeur des entreprises est créée par les salariés qui agissent d'une manière collective, dont les motivations et les actions sont déterminées, voire coordonnées par les objectifs des entreprises.

Les activités fondées sur le savoir occupent de ce fait aujourd'hui une place essentielle dans la chaîne de valeurs de l'entreprise. En effet, dans les entreprises modernes, l'activité des employés consiste essentiellement à traiter l'information ou à gérer les savoirs. Le succès d'une entreprise est désormais très largement définit par sa capacité à développer, rassembler, intégrer, mobiliser et exploiter de véritables flux de connaissances.

Ce constat impose de plus en plus aux entreprises d'adopter les techniques du *knowledge management* pour résoudre différents problèmes, entre autres, la « *surinformation* » qui caractérise leur environnement et la mobilité accrue, volontaire ou contrainte, des salariés (Tisseyre, 1999).

La définition de la qualité du management se voit ainsi redéfinie : l'encouragement de la coopération pour soutenir la prise d'initiative chez les salariés devient un élément essentiel, d'une plus grande importance que le simple contrôle de l'exécution des tâches. Un glissement semble s'effectuer actuellement depuis un contrôle institutionnalisé vers la construction de la confiance au sein de la firme.

L'actionnariat salarié est un outil moderne qui permet, au-delà de la simple participation financière des salariés, à travers le renforcement du sentiment d'appartenance des salariés

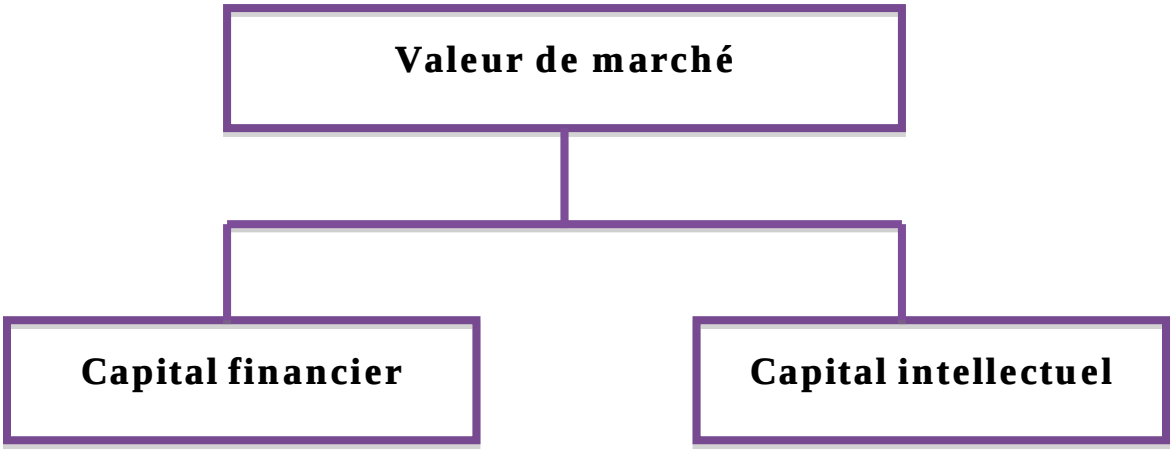
de poser les bases indispensables à la création et au partage des connaissances, vectrices de l'innovation organisationnelle.

On accepte, en général, l'idée que la valeur de l'entreprise est donnée par le capital financier et par le capital intellectuel, de plus – on remarque que la croissance de la contribution du capital intellectuel à la création de valeur est de plus en plus évidente (Herciu & al., 2009).

Si on définit la valeur de marché d'une entreprise comme étant égale à la somme de la valorisation de son capital financier et de son capital intellectuel comme représenté par la figure ci-dessous, alors nous devons nous interroger quant à l'influence de l'actionnariat salarié sur ces deux déterminants de la création de valeur par l'entreprise.

**Figure 5: Les composantes génériques de la valeur de l'entreprise**

**(Herciu & al., 2009)**




Nous avions vu dans le premier chapitre de notre thèse que la participation financière des salariés était perçue depuis ses origines comme un élément important pour le financement des entreprises françaises. Mais qu'en est-il du rôle de l'actionnariat salarié dans le renforcement du capital intellectuel de la firme ?

## A. Définition du capital intellectuel

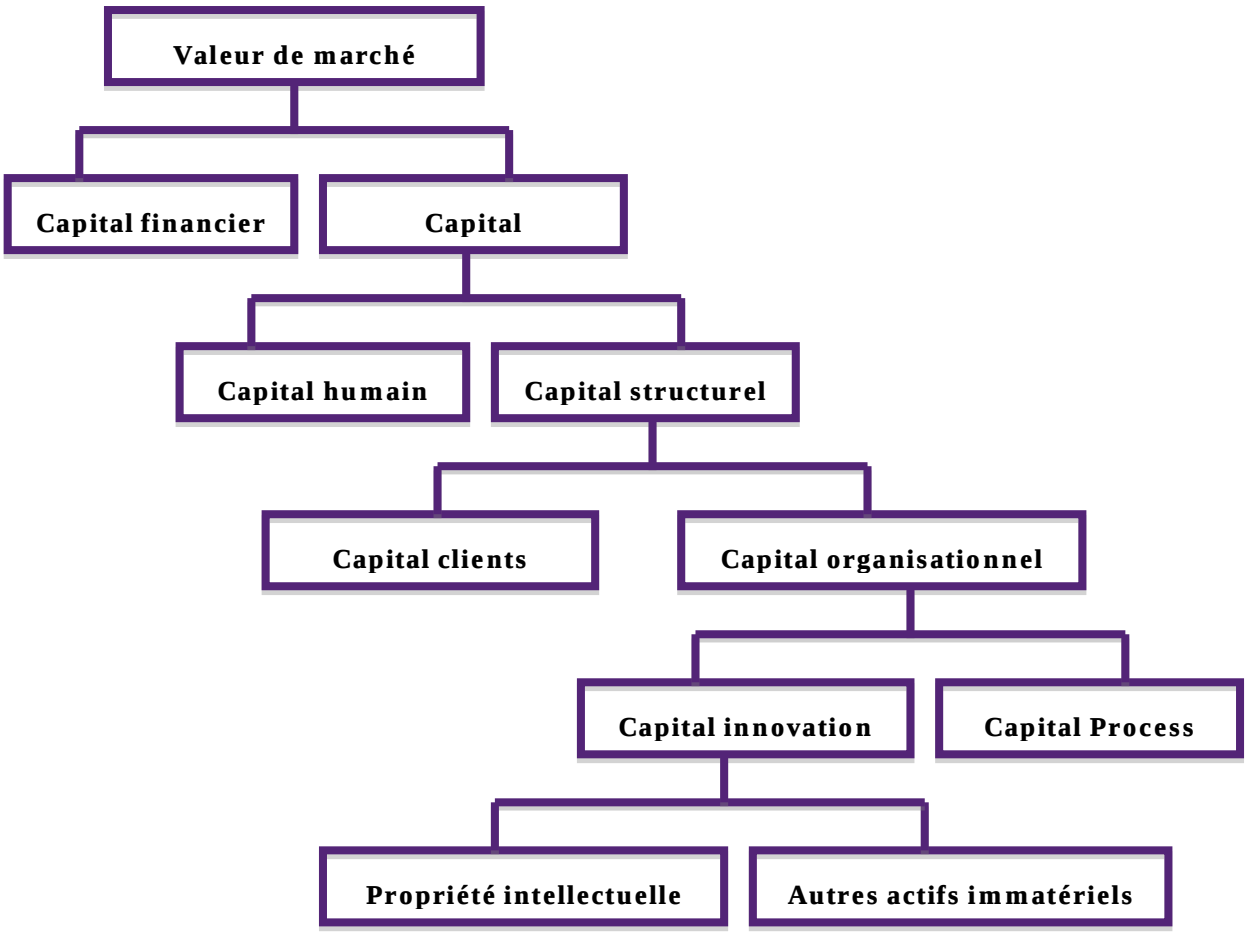
Le passage d'une économie industrielle vers une nouvelle économie basée sur les connaissances exige un renouvellement du corpus théorique mobilisé pour la compréhension et l'analyse de la nouvelle réalité de la firme. Ce renouvellement concerne surtout l'appréhension des facteurs de production modernes car désormais il faut ajouter la connaissance aux traditionnels facteurs de production qui étaient la terre, le travail et le capital (Castells, 1996; OECD, 1996, 2000). La connaissance s'assimile dès lors à un ensemble de ressources productives (Bayad & al., 2006). La connaissance étant le matériel intellectuel permettant la création de la valeur par la firme, Stewart (1997) évoque le concept de *capital intellectuel* pour la définir.

Compte tenu de son rôle prépondérant dans le développement économique des entreprises du 21ième siècle, le capital intellectuel focalise de plus en plus l'attention des chercheurs et praticiens souhaitant mettre en évidence ses déterminants ainsi que son effet sur la création de valeur et la performance de la firme. Comme souligné par Bayad et al. (2006), les premiers travaux au sujet du capital intellectuel ont été menés autour de deux axes de recherche. Le premier axe réunit les études consacrées à la gestion de cette nouvelle ressource productive, c'est l'approche de la Gestion des Connaissances (ou du *Knowledge Management*). La deuxième préoccupation concerne le traitement comptable et la valorisation financière du capital intellectuel. Son caractère intangible et les difficultés rencontrées lors des tentatives de définition de ce concept rendent assez complexe sa capture par le système comptable classique ainsi que la détermination de sa valeur financière (*ibid.*). Arriver à définir le concept de capital intellectuel nécessite qu'il soit réalisé une description claire de sa composition. Bayad & al. (2006) analysent l'évolution de la description du captal intellectuel en s'appuyant sur les états successifs des conditions de la production intellectuelle avancés par Poitou (1996). Nous allons reprendre les principaux points de cette analyse afin de rendre compte du fait que même si le débat scientifique extrêmement passionnant concernant la définition du capital intellectuel est loin d'être définitivement résolu, ceci n'enlève pourtant rien à l'intérêt du concept en lui-même pour la recherche en sciences de gestion tout comme pour la problématique qui nous préoccupe dans le cadre de ce travail doctoral.

Certains chercheurs utilisent les notions d'actifs intangibles et de capital intellectuel en faisant référence à un même ensemble de concepts (Vickery, 1999). Selon eux, les termes « *actifs intangibles* » seraient principalement utilisés dans les recherches en comptabilité,

tandis que l'usage de la notion de « *capital intellectuel* » est plutôt privilégié par les travaux dans le domaine des ressources humaines. Néanmoins, d'autres chercheurs critiquent le bien-fondé de cette synonymie ((Bayad, Bénédic, & Valoggia, 2006; Petty & Guthrie, 2000).

**Figure 6: Taxinomie du Capital Intellectuel**




*Source : Edvinsson et Malone (1997)*

Si on se réfère à la catégorisation proposée par le Comité Européen de Normalisation (CEN, 2004), alors les actifs intangibles sont définis comme des biens ayant une grande valeur pour l'organisation, mais qui n'ont pas de réalité physique. Les actifs intangibles cités sont « *la réputation, la marque commerciale, les droits de monopole et tous autres éléments absents des documents comptables, mais qui offrent, potentiellement, la capacité de générer un avantage compétitif dans le futur* ». Les « autres éléments » mentionnés sont précisés comme étant « *les connaissances des employés, les données et informations relatives aux processus, aux experts, aux produits et aux clients et*

*fournisseurs, ainsi que les brevets et licences* », c'est-à-dire le capital intellectuel. Ainsi, il en ressort clairement que le capital intellectuel n'est pas un équivalent des actifs intangibles, mais un ensemble particulier de ce type d'actif (Bayad & al., 2006).

Par conséquent, à partir du moment où le capital intellectuel se compose de tout ce que l'entreprise n'a pas comptabilisé et que seul le marché est capable de déterminer la juste valeur des actifs, « *la valeur du capital intellectuel constitue la différence entre le montant de la capitalisation boursière et la valeur nette comptable de l'entreprise* » (*ibid.*).

Il faut toutefois souligner les nombreuses critiques autour de ces différentes méthodes, tout comme l'absence d'une description claire de ce que c'est le capital intellectuel. Néanmoins, des méthodes de valorisation dites « *à base théorique* » ont été élaborées afin de définir le concept du capital intellectuel (Caddy, 2002) en prenant appui sur une description des différents éléments dont se compose le capital intellectuel.

Nous avons repris dans la figure 6 la première tentative de conceptualisation du capital intellectuel proposée par Edvinsson et Malone (1997).

Dans la conceptualisation du capital intellectuel suggérée par Edvisson et Malone, ses deux composantes principales sont le capital humain et le capital structurel. Le capital humain étant défini comme l'ensemble des « *savoir-faire et des compétences des membres de l'organisation* » (CEN, 2004), il englobe en fait l'ensemble des connaissances détenues par les membres de l'organisation. Le capital structurel rassemble de son coté « *les connaissances capturées et institutionnalisées au niveau de l'organisation* » (*ibid.*), regroupant « *tout ce que le personnel laisse derrière lui, chaque soir en quittant l'entreprise* » (Edvisson et Malone, 1997), à savoir « *l'information et les connaissances capturées dans des bases, les références clients, les manuels et solutions techniques, les brevets, etc.* » (OECD, 2000) et autres TIC (CEN, 2004). Cette conceptualisation[69] du capital intellectuel constitue selon Bayad & al. (2006) un premier pont entre les réflexions

[69] Bayad & al. (2006) soulignent toutefois que bien qu'un consensus se dégage entre les praticiens et chercheurs mobilisés sur cette question (Petty & Guthrie, 2000) et malgré sa reconnaissance institutionnelle (OECD, 1996), certains facteurs composants le capital intellectuel selon cette taxinomie font encore l'objet de débat. Notamment, en ce qui concerne par exemple le *capital clients*, certains auteurs s'interrogent quant à focalisation exclusive sur les relations entre l'entreprise et ses clients (Bornemann, Knapp, Schneider, & Sixl, 1999). Partant du constat que tous les partenaires de l'entreprise peuvent participer à son développement, ils proposent un élargissement du *capital clients* en y intégrant les relations avec tous les partenaires de l'entreprise (fournisseurs, institutions locales et nationales, etc.). Toutefois, même si la notion de *Stakeholder Capital* se substitue au terme initial, cette évolution ne remet pas en cause l'organisation générale des différents éléments constitutifs du capital intellectuel. De l'autre coté, la classification définie par Sveiby (1997) dans l'*Intangible Asset Monitor* modélise une autre méthode de valorisation du capital intellectuel qui reprend le *capital structurel* avancé par Edvinsson et Malone, plus une nouvelle forme de capital qu'il désigne par « *external structure* ».

sur la valorisation du capital intellectuel et les recherches dans le domaine de la gestion des connaissances.

Afin d'avancer un peu plus dans notre tentative de compréhension du concept du capital intellectuel et de l'articulation de ces deux principaux composants qui sont le capital humain et le capital structurel, nous allons prolonger notre réflexion en empruntant deux notions proposées par Poitou (1996) et notamment l'idée de « *dépôts de connaissances* » et sa description des « *états successifs des conditions intellectuelles de la production dans l'entreprise* ».

L'approche de la firme fondée sur les ressources de Penrose (1959) appréhendant l'entreprise comme un « *dépôt de ressources en connaissances* », Poitou (1996) distingue trois différents « *dépôts de connaissances* » possibles et notamment les individus, l'infrastructure organisationnelle et les réseaux de coopération productive. En effet, les connaissances nécessaires à l'accomplissement d'une activité peuvent être apportées par les individus qui disposent d'un portefeuille de connaissances composé des différentes ressources (savoir, savoir-faire) qui seront utiles pour la réalisation des activités assignées. L'individu est donc considéré comme un réservoir de ressources en connaissance. Toutefois, les collaborateurs ne sont pas la seule source possible de ressources en connaissances car les procédures productives, la documentation technique et autres « *outils intellectuels* » constituent également des réservoirs de connaissances (*ibid.*). Enfin, le mode de la coopération peut aussi s'avérer nécessaire pour la bonne réalisation d'une activité donnée, il est en effet de plus en plus souvent nécessaire de mettre en synergie différentes ressources intellectuelles au sein d'une firme ou bien avec les partenaires extérieurs. Dans cette perspective, « *la connaissance comme facteur de production ne réside plus uniquement dans des dépôts internes à l'organisation (individuels et organisationnels), mais également chez les différents partenaires de l'organisation. Les dépôts sont alors externes à l'organisation. L'existence de ces dépôts ne doit pas être confondue avec la capacité que témoigne l'entreprise à mobiliser les connaissances qui y sont détenues au travers de relations de coopération* » (Bayad et al., 2006, p.8).

Selon Poitou (1996), en l'absence d'utilisation, ces différents dépôts de connaissances dont se compose le capital intellectuel demeurent statiques. L'auteur considère qu'il existe trois « *états successifs des conditions intellectuelles de la production dans l'entreprise* » :

- *L'état inerte* : à cet état, les connaissances n'étant pas utilisées, elles demeurent statiques, se trouvant simplement disponibles dans leur dépôt respectif.

- *L'état actif* : une fois engagées dans des actes productifs, les connaissances produisent des actions, des objets, des informations voire de nouvelles connaissances.
- *L'état de transition* : c'est une phase intermédiaire entre les états d'inertie et d'activité qui consiste à exploiter intellectuellement l'environnement de travail de sorte que « *les connaissances qui y sont déposées s'objectivent en actions efficientes productrices des résultats escomptés* ».

L'état actif des connaissances constitue l'objectif final de toute entreprise ou organisation : il s'agit d'être capable de mobiliser les ressources intellectuelles afin de produire un bien ou un service. Cependant, l'accès à l'état actif présuppose de disposer des connaissances à l'état inerte, d'une part, tout comme le fait de savoir faciliter leur transition, d'autre part. Dans le contexte de la valorisation des actifs intellectuels de l'entreprise, les connaissances à l'état inerte sont détenues par les collaborateurs, les partenaires de l'entreprise et les « *outils intellectuels* », ces trois dépôts de connaissances correspondent, respectivement, au capital humain, au capital relationnel et au capital structurel. Par contre, l'exploitation de ces connaissances inertes à des fins productives, suppose leur *transition de l'état inerte à l'état actif*. Du coup, et toujours selon Poitou (*ibid.*), cette transition peut être envisagée comme l'aptitude à activer les ressources intellectuelles en possession des membres d'un réseau de relations, et c'est le rôle du *capital social* de l'entité (individu ou organisation), le fait de savoir mobiliser les connaissances à des fins productives.

L'analyse de ces trois états successifs des conditions intellectuelles de la production dans l'entreprise proposée par Poitou permet ainsi d'effectuer une « *distinction claire entre actifs en connaissance (les connaissances inertes) et capacité de mobilisation de ces actifs (capital social)* » (Bayad & al., 2006, p.10). Aussi, pour conclure, si le capital intellectuel centralise exclusivement les ressources à partir desquelles il est possible de créer de la richesse, alors *capital intellectuel* et *capital social* forment deux ensembles distincts d'actifs immatériels. Inversement, si l'aptitude de mobilisation des actifs en connaissances est intégrée dans le concept du capital intellectuel, dès lors le *capital social* et le *capital humain* (les actifs en connaissance) constituent les deux éléments constituants du *capital intellectuel* (*ibid.*). Cette définition se rapproche d'ailleurs de celle avancée par Nahapiet et Ghoshal (1998b) considérant que le capital intellectuel est « *knowledge and knowing capability of a social collectivity* » et c'est celle que nous retenons pour la suite de notre travail de recherche doctorale.

Notre analyse de l'évolution de la description du capital intellectuel nous a ainsi permis de mettre en lumière le fait que le concept du capital social s'est imposé de manière progressive comme un élément participant à la création de richesse pour l'entreprise.

Appréhender le capital social comme un facteur capable d'influencer l'étape de transition des connaissances signifie reconnaître implicitement son importance dans le développement de l'innovation et le partage de connaissances (Bayad & al, 2006).

**********

Par ailleurs, Ulrich (1998) essaie de modéliser le capital intellectuel comme étant le produit de deux facteurs : la compétence et l'implication des salariés. Il considère que l'actif le plus important de la firme, ce sont les salariés *compétents* qui sont *impliqués* dans l'atteinte des objectifs organisationnels.

**Capital intellectuel = Compétence x Implication**

Par quels biais l'actionnariat salarié impacte-t-il alors le capital intellectuel ou bien ces composantes ?

Une grande partie de la littérature théorique et empirique ayant étudié les effets de l'actionnariat salariés sur les déterminants de la performance organisationnelle met en avant un impact positif fort de l'actionnariat salarié sur *l'implication des salariés* au travail (cf. chapitre 3), le *sentiment d'appartenance* à l'entreprise ou bien encore sur le *sentiment de « propriété psychologique »* (*psychological ownership*) des salariés (Pierce & Furo, 1990; Pierce, Kostova, & Dirks, 2003; Pierce, Rubenfeld, & Morgan, 1991; Van Dyne & Pierce, 2004; Wagner et al., 2003).

## B. L'expérience psychologique de l'actionnariat salarié : le « *sentiment de propriété psychologique* »

Les entreprises qui prennent l'initiative de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié recherchent souvent à atteindre un double objectif : mieux rémunérer les salariés et améliorer en même temps la performance organisationnelle en motivant les salariés qui partagent ainsi les mêmes intérêts financiers que l'organisation (Wagner, Parker & Christiansen, 2003).

Nous verrons dans le prochain chapitre consacré à la revue des études empiriques que certains travaux suggèrent que l'actionnariat salarié est positivement lié aux attitudes des salariés et à la performance organisationnelle (Rosen & Quarrey, 1987). Néanmoins, les processus psychologiques qui expliquent la relation entre l'actionnariat salarié et l'efficacité organisationnelle ne sont pas encore bien clairs (Douglas Kruse & Blasi, 1997). Les recherches menées à ce sujet par Pierce et ses collègues soumettent l'idée de l'apparition d'un « *sentiment de propriété psychologique* » (*psychological ownership*) chez les salariés actionnaires qui donnerait aux salariés l'impression d'être en partie propriétaire de l'entreprise (Pierce, Kostova, & Dirks, 2001; Pierce et al., 1991). L'étude de ce *sentiment de propriété psychologique* est en réalité très importante pour la compréhension de l'impact de l'actionnariat salarié sur certains aspects de l'efficacité organisationnelle.

- Le concept de « *sentiment de propriété psychologique* »

L'idée que des individus puissent développer un *sentiment de propriété psychologique* a reçu une grande attention auprès de chercheurs de diverses disciplines, ayant analysé ce concept comme étant un déterminant potentiel des attitudes et des comportements des salariés, tels que l'implication au travail ou le sentiment d'appartenance à l'entreprise par exemple (Pierce & Furo, 1990; Pierce & al., 2003; Pierce & al., 1991; Vandewalle, Van Dyne & Kostova, 1995). Le *sentiment de propriété psychologique* est appréhendé comme un phénomène universel chez l'être humain qui peut être ressenti vis à-vis d'un objet mais également vis-à-vis d'une entité abstraite (Pierce & al., 2003, p.86). Son analyse s'est faite

à deux niveaux : d'abord à un niveau général puis au niveau organisationnel où il a été étudié dans le cadre de l'analyse des effets du mécanisme de l'actionnariat salarié.

Au niveau général, le concept du *sentiment de propriété psychologique* a été défini comme « *l'état dans lequel les individus ressentent un objet cible ou l'un de ses composants comme étant le leur* » (Pierce & al., 2003, p.86). Dans sa définition au niveau organisationnel, le *sentiment de propriété psychologique* est perçu comme « *l'expérience d'un phénomène psychologique à travers duquel un salarié développe des sentiments de propriété vis-à-vis d'un objet cible* » (Van Dyne & Pierce, 2004, p.25).

Animés par le souci de comprendre par quel biais le *sentiment de propriété psychologique* pourrait se développer chez les individus, les travaux de Pierce et ses collègues mettent en évidence le fait qu'à l'origine du *sentiment de propriété psychologique* se trouve trois motivations fondamentales de l'être humain (Caramelli, 2006). Selon Pierce et al. (2001), l'émergence de l'actionnariat psychologique résulte de motivations de base de l'être humain, comme le *besoin d'efficacité*, le *besoin d'une expression symbolique de son identité* et le *besoin de posséder un territoire*.

La première motivation est le *besoin d'efficacité* des êtres humains. L'idée est que les hommes ont un désir naturel d'interagir efficacement avec leur environnement. Ainsi, l'exploration et l'habileté à contrôler ce dernier génèrent chez les individus la sensation d'être efficaces ainsi qu'un sentiment de plaisir. Ceci développe une relation intime entre le soi et l'objet possédé et contrôlé (Pierce & al., 2003, p.89).

Deuxièmement, le sentiment de propriété psychologique repose sur le *besoin des humains de développer une identité propre* en ce que les possessions sont des expressions symboliques du soi. Les individus développent en effet une image d'eux-mêmes à travers la manière dont la société, les autres, les perçoivent. Etant donné l'importance que représentent les possessions dans la société, celles-ci jouent un rôle important dans la perception que l'on a d'autrui. C'est à travers ce phénomène que les individus finissent par ressentir du plaisir et du confort et à développer une compréhension d'eux-mêmes à travers leur relation avec les objets qu'ils possèdent (*ibid.*, pp.89-90).

Enfin, la troisième source du sentiment de propriété psychologique concerne le *besoin humain fondamental d'avoir un territoire*. Ce besoin peut être satisfait par une habitation, mais également par d'autres éléments auxquels un individu s'identifie comme un objet ou même un langage (*ibid.*, p.91).

Ainsi, le sentiment de propriété psychologique émerge chez les individus à travers trois types d'expériences différentes : il s'agit du contrôle de l'objet-cible, de sa connaissance intime et de l'investissement personnel dans la cible (Pierce & al., 2001, pp.301-302;

2003, p.92-93). Les individus ont donc tendance à développer un sentiment de propriété psychologique vis-à-vis d'un objet sur lequel ils exercent un pouvoir de contrôle, vis-à-vis d'un objet auquel ils sont intimement associés ou au fonctionnement duquel ils participent activement ainsi que vis-à-vis d'un objet sur lequel ils ont investi en termes de travail ou en termes affectifs (Caramelli, 2006).

La question qui se pose dorénavant est de savoir si le simple fait de détenir des actions de son entreprise a le potentiel de développer un sentiment de propriété psychologique chez les actionnaires salariés. Certes, les actions représentent des titres de propriété de l'entreprise, mais sont elles considérées par les actionnaires salariés comme une réelle « *incarnation* » de leur entreprise ? Dans leurs travaux de recherche, Pierce et ses collègues considèrent que le « *degré auquel un individu va développer un sentiment de propriété psychologique vis-à-vis d'un objet-cible, est affecté par des caractéristiques spécifiques comme le potentiel de l'objet à satisfaire les trois besoins fondamentaux et la capacité de réalisation des expériences qui permettent au sentiment de propriété psychologique d'émerger*».

Le fait de détenir des actions de l'entreprise doit ainsi permettre aux actionnaires salariés (1) d'exercer un contrôle sur l'entreprise, (2) de recevoir de l'information sur l'entreprise et (3) doit impliquer un investissement pour le salarié vis-à-vis de son entreprise. A ces conditions, la détention d'actions semble pouvoir développer chez les salariés actionnaires un sentiment de propriété psychologique envers leur entreprise. Par ailleurs, ces trois conditions semblent complémentaires et la présence des trois n'est pas nécessaire à l'émergence du sentiment de propriété psychologique (Caramelli, 2006).

En ce qui concerne les conséquences du sentiment de propriété psychologique, Pierce et ses collègues suggèrent qu'il peut avoir des effets positifs (un comportement citoyen, un sacrifice personnel supérieur, un sens de responsabilité plus fort) ainsi que des conséquences comportementales négatives, telles que la frustration ou le stress (Pierce & al., 2003, pp.100-101). Dans le cadre de notre recherche, les effets positifs sont particulièrement intéressants, car ils suggèrent une relation entre le sentiment de propriété psychologique et le développement d'une implication affective de la part des salariés actionnaires par rapport à l'entreprise dont ils détiennent des actions.

- Actionnariat salarié et le sentiment de propriété psychologique

En effet, l'actionnariat salarié confère aux salariés à travers la détention d'actions la propriété d'une partie (infime) de leur entreprise. Comme nous venons de le démontrer, la

théorie du « *sentiment de propriété psychologique* » considère qu'à certaines conditions, les êtres humains développent un sentiment de propriété vis-à-vis d'objets concrets ou abstraits sur lesquels ils ont ou non un droit légal de propriété (Caramelli, 2006). Selon les travaux de Pierce et al. (1991), l'actionnariat psychologique se définit comme étant le « *sentiment psychologique de propriété plus ou moins ressenti par les salariés actionnaires* ». Pour Vandewalle et al. (1995), il représente une relation qui fait que les membres d'une organisation éprouvent un sentiment de propriété envers un « *objet-cible* » s'exprimant par des expressions de type « *mon travail* » ou « *notre organisation* ». Les travaux de Pierce clarifient les processus par lesquels ce sentiment de propriété psychologique peut engendrer une attitude positive de l'individu vis-à-vis de l'objet-cible.

Il devient dès lors important de savoir si ce « *sentiment de propriété psychologique* » est de nature à influer sur les attitudes et les comportements des salariés actionnaires au travail, créant ainsi les conditions nécessaires au renforcement du capital intellectuel de la firme.

En effet, le concept de « *sentiment de propriété psychologique* » a été repris dans plusieurs études examinant les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes et comportements des salariés dans le cadre de la mise en place d'une politique d'actionnariat salarié au sein des entreprises.

Dans ce cadre, Buchko (1992a) a estimé que les sentiments d'influence ou de contrôle de la part des salariés actionnaires, sont nécessaires au développement de l'actionnariat psychologique. Pendleton et al. (1998) concluent, quant à eux, que l'impact de l'actionnariat salarié peut être vu conceptuellement comme un processus ayant au moins deux étapes : l'actionnariat salarié peut conduire à un sentiment de propriété psychologique qui, à son tour, peut entraîner une implication et une plus grande satisfaction des salariés. Par ailleurs, Gamble et al. (2002) suggèrent que le mécanisme d'actionnariat salarié a plus de chances de contribuer à l'amélioration de l'implication au travail et de l'alignement des intérêts des salariés et des actionnaires, lorsque la participation à ces plans entraîne le sentiment psychologique de propriété. Enfin, Wagner et al. (2003) montrent que les comportements issus de l'actionnariat psychologique peuvent être liés positivement à la performance financière de l'entreprise, mais que ces comportements sont eux-mêmes dépendants des croyances des actionnaires salariés dans leurs capacités à participer à l'évolution de leur objet de propriété (les actions et l'entreprise), devenu une extension de leur propre identité. En effet, un actionnaire salarié qui pense et se comporte comme un « *propriétaire* » renforce les effets attitudinaux et

comportementaux positifs pour l'entreprise, et ce type de comportements est positivement relié à la performance financière de l'entreprise (Wagner et al., 2003).

Toutes ces recherches montrent que le mécanisme de l'actionnariat salarié peut effectivement développer un sentiment de propriété psychologique chez les salariés. De plus, les résultats supportent l'idée selon laquelle le sentiment de propriété psychologique joue un rôle médiateur dans les effets de l'actionnariat salarié sur des variables attitudinales telles que l'implication organisationnelle et la satisfaction au travail (Pendleton, Wilson, & Wright, 1998, p.114; Vandewalle et al., 1995, p.216; Wagner et al., 2003, p.863)[70]. Les résultats de ces recherches suggèrent ainsi qu'en l'absence du sentiment de propriété psychologique, l'actionnariat salarié n'aurait donc pas d'effets attitudinaux (Caramelli, 2006).

Certains chercheurs distinguent deux components distincts de ce *psychological ownership* : le sentiment des salariés de partager la propriété au sein de l'entreprise (*ownership beliefs*) et les comportements qui sont le résultat logique de ce sentiment de propriété (*ownership behaviors*) des salariés actionnaires (Wagner, Parker & Christiansen, 2003).

Ces recherches mettent ainsi en évidence le fait que quand les salariés sont aussi propriétaires, leur relation avec l'organisation change et cela affecte la façon dont ils pensent et agissent (Duncan, 2001; Gamble et al., 2002; Pendleton et al., 1998; Van Dyne & Pierce, 2004; Vandewalle et al., 1995; Wagner et al., 2003)[71].

---

[70] Notamment, concernant les effets de cet actionnariat psychologique, Vandewalle et al. (1995) ont pu démontrer des relations positives et significatives entre le sentiment psychologique de propriété, la satisfaction et l'implication organisationnelle des salariés. Une autre étude empirique réalisée par Van Dyne et Pierce (2004) confirme globalement les résultats de Vandewalle et al. (1995).

[71] L'objectif de l'étude réalisée par Wagner et ses collègues auprès de salariés d'une grande entreprise américaine, était de déterminer les antécédents et les conséquences du sentiment de propriété psychologique. Au niveau des déterminants, les auteurs ont démontré que le fait que les salariés aient été exposés à un climat de travail qui soutient l'autodétermination ainsi que leur participation à un plan de type 401(k) avait un effet positif sur le sentiment de propriété psychologique. Ils montrèrent également que ce dernier avait un effet positif sur les attitudes des salariés vis-à-vis de leur entreprise ainsi que sur leur comportement de propriétaires (Wagner & al., 2003, p.863).

L'étude de Van Dyne et Pierce (2004) s'est basée sur 800 répondants de trois entreprises américaines et a pu montrer un effet positif du sentiment de propriété psychologique sur l'implication organisationnelle, la satisfaction au travail, l'estime de soi ainsi que sur la performance des salariés et leur citoyenneté organisationnelle (p.451).

Pendleton, Wilson et Wright, ont réalisé une étude sur des entreprises de transport rachetées par leurs salariés et ont trouvé une relation positive entre le sentiment de propriété et l'implication et la satisfaction des salariés (Pendleton et al., 1998, p.114).

Par ailleurs, Caramelli (2006) s'interroge si dans le cas des grandes entreprises les actionnaires salariés peuvent aussi développer un sentiment de propriété pour l'entreprise dans son ensemble, pour conclure (en se référant aux travaux de Van Dyne) que le sentiment de propriété psychologique peut également se développer vis-à-vis d'une cible plus restreinte que l'ensemble de l'entreprise. C'est ce type de sentiment de propriété psychologique qui peut se développer auprès de salariés de grandes entreprises multinationales.

## C. L'actionnariat salarié et l'implication organisationnelle

Comme nous l'avons déjà mentionné dans notre premier chapitre, la première idée mobilisée par les économistes en ce qui concerne les effets attendus de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié consiste à dire que le fait de lier l'intérêt financier des salariés à ceux de l'entreprise permet de les impliquer et de les motiver. Plus les intérêts des salariés sont liés à ceux des entreprises, plus les salariés vont percevoir les problèmes de l'entreprise comme étant les leurs, plus ils vont s'identifier à celle-ci. Cette meilleure implication induirait plus d'efforts de la part des salariés au travail ainsi qu'une diminution de l'absentéisme et du turnover. Une implication organisationnelle plus forte permettrait aussi de diminuer les coûts de formation et d'augmenter les investissements des entreprises en capital humain spécifique (Jones & Kato, 1995).

Selon Desbrières (2002), l'actionnariat salarié peut se définir comme la « *volonté d'associer les salariés à la performance économique et financière de l'entreprise et de stimuler leurs efforts grâce aux avantages financiers, fiscaux et sociaux qui y sont attachés, dans la mesure où leurs* <u>*motivation*</u> *et* <u>*implication*</u> *dépendent pour une part substantielle du lien existant entre cette performance et leur richesse personnelle* ».

De même, Autenne (2005) note à cet égard que « *l'octroi de rémunérations liées à la performance de l'entreprise va* <u>*inciter les travailleurs à adopter des comportements ayant un impact positif sur cette performance*</u> *et donc sur leur niveau de rémunération* ».

Néanmoins, nous avons vu que l'approche contractualiste classique de la firme parle principalement d'alignement des intérêts des salariés à ceux des dirigeants et surtout des actionnaires externes de la firme, à travers une mobilisation de la théorie de l'agence et de la théorie des droits des propriétés de la firme.

En ce que concerne les travaux théoriques relevant d'une approche socio-cognitive de la firme, une des variables fréquemment intégrées dans les recherches empiriques portant sur l'actionnariat salarié, c'est notamment la notion de l'implication organisationnelle des salariés actionnaires.

La notion de l'implication organisationnelle préoccupe depuis un certain temps les chercheurs intéressés par la compréhension des liens qui se créent entre le salarié et l'entreprise qui l'emploie (Mowday, 1998). Ces travaux se sont focalisés sur les liens entre

l'implication et divers déterminants organisationnels ainsi qu'avec les attitudes et les comportements des salariés au travail (Bateman & Strasser, 1984).

Par ailleurs, il existe dans la littérature théorique actuelle une multitude de définitions du concept de l'implication organisationnelle, ce qui a considérablement contribué à son traitement comme construit multidimensionnel (J. P. Meyer & Herscovitch, 2001).

Meyer & Allen (1991, p.67) décrivent le concept de l'implication comme étant « *un état psychologique qui : (a) caractérise la relation de l'employé à son organisation ; et (b) a des effets sur la décision de rester ou de ne plus rester membre de celle-ci* ».

Thevenet (1992) définit l'implication organisationnelle comme étant « *une notion qui traduit et explicite la relation entre la personne et l'entreprise* ». Selon cet auteur, il faut qu'il y ait une interaction entre l'individu et l'entreprise pour que cette implication puisse se créer et se développer. C'est notamment cette interaction qui constitue une des différences fondamentales en ce qui concerne les déterminants de l'implication par rapport à la motivation et à la satisfaction des salariés au travail. Concrètement, le salarié s'identifie à l'entreprise et s'engage à rester membre de celle-ci afin de poursuivre ses buts et ses valeurs qu'il a préalablement acceptés et intériorisés. Dès lors, selon Neveu (2004), l'implication est une sorte de contrat psychologique passé par le salarié avec l'entreprise à laquelle il s'identifie.

Dans ce sens, un salarié impliqué est un salarié qui « adhérerait aux buts et aux valeurs de l'entreprise : il serait dévoué à celle-ci pour l'aider à réussir et à renforcer ses valeurs les plus fortes... En un mot, voilà le type même de personnes dont l'entreprise aurait besoin dans ces périodes incertaines où elle doit assumer de très profonds changements » (Thévenet, 1992, p. 15).

Mowday et ses collègues (1982) proposent de distinguer l'implication attitudinale de l'implication comportementale. Ils décrivent ces deux approches de la manière suivante : « *<u>l'implication attitudinale</u> concerne le processus par lequel les individus sont amenés à penser à leur relation avec l'entreprise. Elle peut être conçue comme un processus mental par lequel les individus considèrent la congruence entre leurs valeurs et objectifs propres et ceux de leur entreprise (...). <u>L'implication comportementale</u> quant à elle, concerne le processus par lequel les salariés se retrouvent contraints de rester dans une entreprise et la manière qu'ils ont de gérer ce problème* ».

La seconde distinction largement reconnue par les chercheurs, est la définition tripartite de Meyer et Allen (1991), qui représente une synthèse des diverses définitions qui avaient été suggérées auparavant. Les travaux de Meyer et Allen (1991) cherchent à approfondir la définition de la notion de l'implication organisationnelle en distinguant trois dimensions

ou facettes qui sont notamment l'implication affective, l'implication calculée et l'implication normative.

L'implication affective est l'« *attachement émotionnel, l'identification et l'engagement dans l'organisation* » (J. P. Meyer & Allen, 1991, 1997; J. P. Meyer & Herscovitch, 2001). Quand implication affective des salariés est forte, ils ont tendance à rester dans l'entreprise car ils le souhaitent. Meyer et Allen (1991) suggèrent que l'implication affective se développe surtout par la réalisation personnelle du salarié et qu'elle se traduit par des individus plus performants au travail.

Quant à l'implication calculée, cette notion renvoie « *à la conscience des coûts associés au départ de l'organisation* » (Caramelli, 2006). Les salariés ayant une implication calculée forte vont rester dans l'entreprise parce qu'ils ont besoin de le faire. Les recherches empiriques démontrent que cette facette de l'implication organisationnelle peut se développer suite à des investissements importants et au manque d'alternatives qui rendent un éventuel départ plus coûteux. Par conséquence, les salariés ont plus de chances de rester dans l'entreprise, sachant toutefois qu'il n'y aurait pas de relations positives significatives avec des indicateurs de performance (Garfatta, 2010).

Enfin, l'implication normative est le « *sentiment d'une obligation de rester dans l'entreprise* ». Dans ce cas, les salariés restent dans l'entreprise parce qu'ils il se sentent obligés de le faire. Selon Caramelli (2006), cette troisième composante de l'implication organisationnelle se développe par le biais des expériences de socialisation auprès de l'entreprise, étant très fortement liée à la notion du devoir moral. Concrètement, il s'agit d'une forme d'obligation morale qui se développe lorsqu'un salarié a intériorisé un ensemble de normes concernant la conduite appropriée à tenir et/ou a été le destinataire de certains avantages et se sent alors redevable envers son entreprise (Meyer & Allen, 1991). Certaines recherches empiriques ont démontré un impact positif de cette attitude sur l'effort des salariés et sur la performance au travail (Meyer & Allen, 1997 ; Meyer & Herscovitch, 2001).

Nous détaillerons dans le prochain chapitre, consacré à la revue des études empiriques ayant analysé l'impact de l'actionnariat salarié sur la firme, la méthodologie ainsi que les résultats des travaux de recherche ayant étudié les effets de l'actionnariat salarié sur l'implication organisationnelle. Globalement, ces études empiriques concluent que l'actionnariat salarié influence positivement l'implication organisationnelle (Buchko, 1992a, 1992b, 1993; Klein, 1987; Long, 1978a, 1978b, 1980; Pendleton, 2001; Pendleton et al., 1998).

Il faut savoir que l'intérêt des chercheurs pour le concept de l'implication organisationnelle est dû en grande partie à son lien avec l'intention des salariés à quitter ou pas l'entreprise (J. P. Meyer & Allen, 1991; J. P. Meyer & Herscovitch, 2001). Il est désormais largement admis que l'implication affective est un excellent signal quant à l'intention de départ des salariés et de leur départ réel de l'entreprise.

Le plus souvent, c'est la composante affective de l'implication organisationnelle qui a été mise en avant comme étant la composante qui produit les effets souhaités (une baisse de l'absentéisme et de la volonté de quitter l'entreprise par exemple) grâce à l'attachement et à l'identification du salarié à son entreprise (Kuvaas, 2003).

Afin de mieux comprendre comment l'expérience de l'actionnariat salarié est vécue par les salariés, la théorie et la recherche se sont focalisées sur trois grands modèles théoriques pour étudier la satisfaction que les salariés cherchent à avoir à travers l'actionnariat salarié et son impact sur l'implication organisationnelle des salariés (Klein, 1987).

Le premier modèle, c'est celui de la *satisfaction extrinsèque*, qui considère que l'actionnariat salarié aboutit à des attitudes favorables à l'organisation quand il est gratifiant financièrement pour le salarié actionnaire. Autrement dit, c'est la perspective de gains financiers qui influencerait le comportement des actionnaires salariés car les salariés actionnaires pourraient être plus intéressés par leur investissement financier que par la participation à la prise de décisions au sein de l'organisation (French, 1987; French & Rosenstein, 1984; Gamble et al., 2002; Rosen, Klein, & Young, 1986). Ces recherches concluent ainsi que les salariés actionnaires auraient des attentes financières à l'égard de leur détention d'action plutôt que des attentes en termes de contrôle. C'est donc l'importance de la valeur financière des actions détenues qui aurait un effet sur les attitudes et comportements des salariés. Ce modèle de la *satisfaction extrinsèque* se trouve alors en cohérence avec les postulats de la théorie de l'agence et fait écho aux motivations essentiellement financières des salariés afin de devenir actionnaires (Garfatta, 2010).

Le deuxième modèle, dit de la *satisfaction instrumentale*, analyse plus particulièrement les effets indirects des mécanismes de l'actionnariat salarié. Il suppose que les réactions positives liées à l'actionnariat salarié dépendent essentiellement des opportunités proposées aux salariés de participer à la prise de décision. Autrement dit, l'actionnariat salarié augmente l'influence des salariés sur la prise de décisions dans l'organisation, ce qui crée des attitudes favorables envers l'organisation chez les actionnaires salariés (*ibid.*).

La démarche de la participation à la prise de décisions peut concerner aussi bien les décisions relatives au contexte de travail que celles touchant les orientations stratégiques de l'entreprise. Dans cette perspective instrumentale, la satisfaction des salariés dépendrait du sentiment de disposer d'une véritable influence. Par exemple, il a été démontré que les salariés actionnaires espèrent pouvoir exercer plus de contrôle sur l'organisation et participer à la prise de décision (Hammer, Landau, & Stern, 1981; Hammer & Stern, 1980; Long, 1978a, 1978b, 1979, 1980). Par ailleurs, ce modèle a été conforté par des études empiriques (Buchko, 1992b, 1993; Pendleton et al., 1998).

La troisième perspective, le modèle de la *satisfaction intrinsèque*, suggère que l'actionnariat salarié en soi augmente l'implication organisationnelle et la satisfaction des salariés envers l'organisation. Ce qui consiste à considérer que le simple fait de détenir le statut d'actionnaire salarié augmente l'implication organisationnelle du même salarié. Ce statut crée un intérêt commun et accroît le sentiment d'identification à l'entreprise parmi les salariés (Long 1978a), ce qui serait la conséquence directe de l'actionnariat salarié (Tannenbaum, 1983). Les résultats des diverses études réalisées pour tester le modèle intrinsèque (Rosen & al., 1986 ; Buchko, 1992b ; Pendleton, 1998 ; Keef, 1998 ; Trewhitt, 2000 ; Pendleton & al., 2001) n'ont pas dans l'ensemble corroboré la thèse selon laquelle l'actionnariat salarié en soi conduit à des changements attitudinaux positifs ; bien que certaines études tendent à le confirmer (Long, 1980 ; Tucker & al., 1989 ; Pendleton & al., 1998).

Certaines recherches ultérieures qui ont directement comparé les modèles de la *satisfaction extrinsèque* et celui de la *satisfaction instrumentale* ont trouvé des arguments allant à l'encontre de ces deux modèles aussi bien au niveau individuel (Buchko, 1992b; Gamble & al., 2001) qu'au niveau organisationnel (Klein, 1987). Ces résultats suggèrent que le souhait d'exercer un contrôle sur l'organisation et la motivation de maximiser l'investissement financier sont deux caractéristiques importantes de *l'expérience psychologique* de l'actionnariat salarié. Les salariés actionnaires peuvent être motivés à exercer une influence sur les décisions qui concernent les activités pour lesquelles ils ont le plus d'expertise et de compétences afin de maximiser la valeur de leur investissement financier.

D'autres études ont par ailleurs illustré le fait que l'actionnariat salarié aurait un impact positif sur la performance grâce à la association de trois effets inter reliés, notamment la création d'intérêts communs, le sentiment d'appartenance et l'implication organisationnelle des salariés et le sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-

vis des salariés (M. Conte & Tannenbaum, 1978; March & McAllister, 1981; Rosen et al., 1986; Rotondi, 1975).

Ainsi, étant donné que l'actionnariat salarié semble augmenter l'implication au travail (Buchko, 1992a, 1993 ; Pendleton, 1998 ; Kuvaas 2003), et que l'implication organisationnelle augmente la performance des salariés au travail[72], Riketta (2002) suggère que l'actionnariat salarié a un effet positif sur la performance au travail des salariés.

Dans notre prochain chapitre nous allons présenter le détail des résultats des études empiriques consacrées à l'impact de l'actionnariat salarié sur les attitudes et les comportements des salariés actionnaires au travail, sachant que les quatre attitudes essentielles sont selon Caramelli (2006) la motivation, la satisfaction au travail, l'implication organisationnelle des salariés et l'actionnariat psychologique ou leur sentiment de propriété psychologique.

Globalement, ces recherches suggèrent d'ailleurs que les effets positifs espérés de l'actionnariat salarié en termes de gestion des ressources humaines (plus de motivation, de fidélité, d'implication, d'efforts au travail) seraient plus sensibles en présence d'une participation des salariés au processus décisionnel (Garfatta, 2010) qui pourrait donner lieu à de meilleures décisions. En effet, les salariés disposent souvent d'informations que n'ont pas les dirigeants ou les administrateurs externes à l'entreprise, leur présence au conseil d'administration permettant dès lors l'expression des points de vue différents (Desbrières 1997a).

Les travaux de Desbrières (2002) mettent en évidence le fait que la représentation de salariés au conseil d'administration leur permet de protéger leur investissement en capital humain spécifique à la firme, ce qui conduit à une meilleure satisfaction et implication organisationnelle des salariés et favorise le processus d'innovation au sein de la firme.

L'analyse du rôle de l'actionnariat salarié dans la vision socio-cognitive de la gouvernance de la firme sera développée dans la dernière section de ce chapitre. Avant cela, dans la section suivant, nous allons approfondir notre analyse de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur de la firme, en questionnant l'impact potentiel de l'actionnariat

[72] La méta-analyse réalisée par Riketta (2002) concernant la relation entre implication affective et la performance au travail à partir de 111 études publiées entre 1990 et 2001 met en évidence une corrélation moyenne positive et significative (bien qu'assez faible).

salarié sur la création et l'entretien du capital social que l'entreprise doit développer compte tenu de son influence dans l'activation ainsi que l'utilisation des connaissances nécessaires à la production d'un bien ou d'un service.

Cela nous amènera de même à devoir examiner le rapport que le capital social est susceptible d'entretenir avec les dispositifs de gestion des connaissances, autrement dit l'articulation entre le capital humain et le capital social et le rôle que peut jouer l'actionnariat salarié dans le renforcement de ces deux facteurs essentiels au maintien et au développement du capital intellectuel.

## L'ACTIONNARIAT SALARIE, UN FACTEUR DETERMINANT DU CAPITAL HUMAIN ET DU CAPITAL SOCIAL DE L'ENTREPRISE ?

Depuis la fin des années 1980, le concept de capital social mobilise un nombre toujours croissant de chercheurs de toutes les disciplines des sciences sociales (Bayad & al., 2006), sans doute par le fait qu'il constitue un facteur explicatif de multiples phénomènes économiques et sociaux. Ces dernières années, de plus en plus de recherches s'intéressent au concept de capital social en le mettant en évidence comme étant un des facteurs essentiels pour l'amélioration de la performance individuelle ou collective de l'entreprise (Paturel, Richomme-Huet, & De Freyman, 2005). En effet, certains auteurs considèrent le capital social comme étant une source d'avantage concurrentiel et de création de valeur pour les entreprises (Nahapiet & Ghoshal, 1998, Bayad, Benedic & Valoggia, 2006).

Par ailleurs, ce concept est de plus en plus étudié par des chercheurs s'inscrivant dans le paradigme socio-cognitif de la firme qui s'intéressent à la gestion et à la valorisation de ces ressources productives que sont les connaissances. Généralement, l'intérêt est suscité par la capacité du capital social de servir de catalyseur dans le processus de diffusion et de création de nouvelles connaissances (Bayad & al., 2006). En fait, comme le capital social est bâti sur les relations sociales, les normes et valeurs partagées, ainsi que la confiance, on considère qu'il facilité la coordination et/ou la coopération entre les individus ou les groupes.

Parmi les principales composantes du capital social, on cite en effet le plus souvent la *confiance* qui facilite le *partage des connaissances* et contribue à la *création de nouvelles connaissances*. La notion du capital social met aussi en évidence l'importance des réseaux et s'intéresse aux moyens nécessaires pour *favoriser la coopération* et *l'action collective* au sein de la firme. Dans cette perspective, l'actionnariat salarié est un élément de cohésion qui renforce l'identification des salariés à l'entreprise, ce qui favorise au final l'alignement des intérêts de l'ensemble des parties prenantes en facilitant la coopération et l'action collective des salariés au travail.

Partant du principe que « *la connaissance ayant le plus de valeur, c'est la connaissance tacite, qui existe dans la tête du personnel, qui augmente ou qui se partage à travers les interactions interpersonnelles et les relations sociales* », Nahapiet & Ghoshal (1998)

considèrent qu'afin de construire et de développer leur capital intellectuel, les organisations doivent utiliser le capital social qui se développe entre les personnes qui interagissent de façon répétitive durant un certain temps.

Comme nous l'avons déjà mentionné dans le premier chapitre de notre travail, dans le contexte actuel d'apparition de nouveaux modes d'organisation du travail (Boutiller & Uzundis, 2006), les entreprises doivent faire face à un nouveau défi stratégique de taille, il s'agit notamment d'apprendre à « *obtenir dans la coopération de nouvelles compétences* » (Paturel et al., 2005, p.3). La dimension de la coopération et de l'incitation à l'action collective prend une place nouvelle et demande une attention particulière lors de la conception et de la mise en place de ces nouveaux modes d'organisation du travail.

Les entreprises modernes expérimentent les nouvelles formes organisationnelles et les systèmes de rémunération afin de renforcer ces relations sociales (Boutiller & Uzundis, 2006). L'enjeu étant de renforcer la capacité de l'entreprise à créer et à exploiter les nouvelles connaissances.

L'évolution du phénomène de l'actionnariat salarié peut ainsi être interprétée dans le contexte actuel non plus comme une « *entrave à la logique néo-classique* » de la firme, mais plutôt comme une réponse aux défis de la nouvelle structuration des relations économiques au sein des entreprises à l'époque de la mondialisation des échanges.

Finalement, la prise en compte des aspects socio-cognitifs dans l'analyse de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur par la firme permet d'intégrer les deux pans de travaux de recherche (les études consacrées à l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance d'une part et aux effets sur les attitudes et les comportements des salariés d'autre part) dans un cadre théorique élargi, mais qui trouve en définitive une vraie cohérence.

Pour enrichir notre analyse, nous allons passer en revue dans un premier temps les différents travaux ayant analysé le concept de capital social comme une source de création de valeur et d'obtention d'un avantage concurrentiel pour l'entreprise. Puis, dans un deuxième temps, nous étudierons dans quelle mesure l'actionnariat salarié peut être considéré comme un élément clé de la constitution et de l'entretien du capital social des organisations l'ayant mis en place.

## A. Le concept de capital social et son intérêt pour la recherche en gestion

Le concept du capital social n'est pas nouveau, il connaît néanmoins depuis une vingtaine d'années un regain d'intérêt considérable dans quasiment l'ensemble des disciplines de sciences sociales et politiques (Ballet & Guillon, 2003). Fondé par Pierre Bourdieu, fortement relancé par James Coleman et par Robert Putnam, le concept de capital social est devenu depuis un élément prenant une place de plus en plus importante dans la réflexion menée par la Banque Mondiale concernant les politiques de développement. Ce concept semble lancer une véritable nouvelle vague de recherches.

### a) Définition du capital social

Au plan théorique, plusieurs chercheurs issus de domaines de recherche très différents (sociologie, économie, sciences politiques, etc.) ont essayé de construire un cadre de référence autour de ce concept. Les travaux de James Coleman, sociologue de formation, ont beaucoup contribué à sa relance. Il a inscrit ses recherches dans le courant théorique connu sous le nom de la « *nouvelle sociologie économique* », dans les années 1970. Sa démarche s'inscrit explicitement dans le cadre de l'individualisme méthodologique, cherchant à réconcilier l'individu rationnel des économistes (dont les actions reflètent les choix dans la poursuite de son intérêt) et la conception de l'acteur (dont les actions sont guidées par des normes, règles et obligations) des sociologues (Michaux, 2009, p.21).

Au premier abord, nous pouvons être surpris par le caractère contrasté – individuel ou collectif, réel ou virtuel, manifeste ou latent – des usages sociaux de ce concept. La définition de la Banque Mondiale reprend une vision assez large du capital social : « *le capital social désigne les institutions, les relations et les normes qui façonnent la qualité des interactions d'une société et leur quantité* ». Elle converge avec un certain nombre de travaux qui formalisent le capital social autour des « *normes et réseaux qui permettent aux personnes d'agir collectivement* » (Woolcock & Narayan, 2000). Cette définition nous fait penser par ailleurs à une des limites relevées concernant la théorie financière classique qui ne se préoccupe pas suffisamment de l'analyse de l'émergence et de la coordination de l'action collective au sein des entreprises.

Selon Ponthieux (2008), les travaux de recherche concernant le capital social peuvent être classés en deux grandes catégories: un concept qui désigne *l'importance des réseaux relationnels en terme de ressources que les individus peuvent en tirer* (Bourdieu, 1980; Granovetter, 1973; Lin, 1995) ou bien *les propriétés des relations (confiance, réciprocité) au sein d'une structure sociale* (Coleman, 1988).

Les tenants de la première approche conçoivent le capital social comme « *le résultat de stratégies délibérées et directement intéressées d'investissement dans les relations pour accéder à des ressources spécifiques* » (Ponthieux, 2008). Le deuxième pan de la littérature concernant la notion de capital social a pris forme autour des travaux de Coleman (1988) qui considère que le capital social correspond aux caractéristiques d'une structure sociale qui « *facilitent les actions des individus au sein de la structure* ». Selon cet auteur, la fonction majeure du capital social est « *la capacité des individus à travailler ensemble pour un objectif commun dans des groupes ou organisations* » (Coleman, 1988). Dans cette lignée, les travaux de Putnam (1993) analysent de même le capital social à travers « *les particularités des organisations sociales, comme la confiance, les normes et les réseaux susceptibles d'améliorer l'efficience de la société en facilitant les actions coordonnées* ». Ainsi, selon cette approche, le capital social est constitué par les normes, les institutions et les réseaux qui facilitent la confiance, la coopération et l'action collective.

Une des idées les plus importantes et les plus originales développées en économie de l'éducation dans les années 1960, c'était l'idée que le concept de capital physique incarné par les outils, machines, et autre équipement de production peut être étendu pour y inclure aussi le capital humain (Schultz, 1961, Becker, 1964). Tout comme le capital physique est créé par des *changements dans les matériaux pour former des outils qui facilitent la production*, le capital humain est créé par des *changements dans les personnes qui améliorent leurs compétences et capacités* qui les rendent plus capables de trouver des nouvelles (et meilleures) façons de faire. Par contre, le capital social représente des *changements dans les relations entre les personnes, changements qui facilitent l'action*. Si le capital physique est entièrement tangible car incarné par des choses matérielles que l'on peut observer, le capital humain est moins tangible car incarnés dans les compétences et connaissances acquises par un individu, puis le capital social et encore moins tangible parce qu'il n'existe que dans les relations entre les personnes. Tout comme le capital physique et le capital humain facilitent l'activité productive, le capital social le fait de même, aussi bien.

Par exemple, un groupe avec un niveau considérable de loyauté et de confiance est capable d'accomplir beaucoup plus qu'un groupe similaire, mais qui ne disposerait pas du même niveau de loyauté et de confiance parmi ses membres (Coleman, 1988, p.101).

Une force importante de capital social est liée à l'acquisition plus facile des informations. L'information est importante car c'est la base de l'action. Mais l'acquisition de l'information est coûteuse. La mise en place de l'actionnariat salarié dans les entreprises facilite justement la circulation des informations entre les salariés, mais aussi entre la direction et les salariés, et ce – dans les deux sens.

Une autre forme de capital social selon Coleman, c'est l'existence des normes. Il considère les normes comme étant des formes puissantes (quoi que des fois assez fragiles) de capital social. Selon Coleman (1988), le capital social est défini par ses fonctions. Ce n'est pas une entité unique, mais une variété d'entités différentes, avec deux éléments en commun : tous ces facteurs sont composés de certains aspects des structures sociales, et ils facilitent certaines actions des acteurs (personnes ou bien entreprises) – au sein de la structure. Tout comme les autres formes du capital, le capital social est productif et rend possible l'atteinte de certains buts que l'on n'aurait pas pu atteindre dans son absence. Tout comme le capital physique et humain, le capital social n'est pas complètement fongible, mais peut être spécifique à certaines activités.

Contrairement aux autres formes de capital, le capital social est inhérent à la structure des relations entre les acteurs, c'est-à-dire qu'il n'est pas intégré dans les acteurs eux-mêmes ou bien dans les facteurs physiques de production. Comme les organisations peuvent aussi être des acteurs tout comme le sont les personnes, les relations entre les sociétés peuvent constituer du capital social tout aussi bien.

Coleman (1988) part de la théorie de l'action rationnelle, dans laquelle chaque acteur contrôle certaines ressources et est intéressé par d'autres ressources et événements, et dans cette perspective, le capital social constitue une forme particulière de ressources disponibles pour un acteur.

Ainsi, de la même façon que le capital financier et le capital humain, le capital social est maintenant présenté et analysé comme étant un actif important pour les entreprises. Par contre, il est vrai que le capital social a été moins étudié par les chercheurs que le capital humain (Meyerson, 1994, p.383).

Selon différents auteurs (Baudasse & Montalieu, 2004; Hayami, 2009), le concept de capital social fait référence à *l'aptitude des individus à coopérer et à se coordonner*, ainsi qu'à leur *habitude de contribuer à l'effort commun*, mais aussi, d'une façon plus générale, *leur désir d'être ensemble*. Nous verrons plus tard que c'est souvent ce qui est mis en

avant par les professionnels rencontrés lors de notre étude empirique lorsqu'on leur demande les raisons ayant appuyé le choix de la mise en place des plans d'actionnariat salarié au sein de leur entreprise. L'actionnariat salarié est souvent défini par ces professionnels comme étant une sorte de « *ciment* » qui lie l'ensemble des employés au sein de leur entreprise, quelques soit leur métier, leur qualification et leur niveau de responsabilité.

### b) Le « *capital social* » : est-ce une nouvelle forme de « *capital* » ou pas ?

Un débat important autour de la notion de capital social est de savoir s'il constitue effectivement un capital, au même titre que le capital physique, le capital financier ou le capital humain. Des économistes de tout premier plan, comme Arrow (1999)ou Solow (1999) ont exprimé leurs doutes sur la nature de « *capital* » attribuée au « *capital social* », même s'ils ne critiquent pas l'intérêt du concept en soi. Pour Arrow, l'étude des liens sociaux peut être intéressante dans une problématique économique, mais la métaphore du « *capital social* » n'est pas adéquate car le terme « *capital* » supposerait plusieurs conditions et notamment 1) *la durée dans le temps*, 2) *des sacrifices délibérés au présent pour des bénéfices futurs*, 3) *l'aliénabilité c'est-à-dire la capacité à être transmis à autrui*. Il faut noter toutefois que le dernier aspect n'est pas toujours présent. Par exemple, il n'est pas présent dans le capital humain. Mais selon l'analyse menée par Arrow, c'est le deuxième aspect qui manque au capital social. Pour lui, «*l'essence des relations sociales est qu'elles sont construites pour d'autres raisons que leur valeur économique pour celui qui les développe*» (*ibid.*, p. 4).

Solow adopte la même position, en critiquant l'usage du terme de capital car pour lui, le capital est un stock de facteurs de production dont on attend qu'ils engendrent des services productifs pendant un certain temps. Le capital social, tel que définit par Solow, est «*un ensemble d'éléments comme la confiance, la volonté et la capacité à coopérer et se coordonner, l'habitude de contribuer à l'effort commun même si personne ne regarde*», et il reconnaît que ces éléments ont une influence positive sur la productivité agrégée. Mais pour Solow, il ne s'agit pas d'un stock, c'est-à-dire de l'accumulation de flux passés d'investissements et c'est pourquoi on ne devrait pas parler de « *capital* » social.

Malgré ces critiques, on peut continuer à soutenir que le « *capital social* » est bien du capital. En effet, si les gains économiques ne sont pas toujours à l'origine de notre inclusion dans des relations sociales, ces gains, conçus de la façon la plus large, ne sont pas totalement négligés non plus. Dans un grand nombre de professions, on sait qu'il est bon, pour obtenir des marchés ou des promotions futures, de développer ses contacts

même si ceux-ci ne sont pas particulièrement plaisants. Inversement, on peut espérer que l'acquisition de capital humain, par exemple à travers l'éducation, n'est pas uniquement vécue, par exemple par les étudiants, comme un sacrifice présent en vue d'un rendement futur, mais qu'elle provoque une satisfaction intellectuelle immédiate (le plaisir d'apprendre). Enfin, et contrairement à ce que défend Solow, l'investissement en capital social est une réalité. Pour Coleman (1988, 1990), le capital social peut être mesuré par le nombre de nos contacts : accroître la taille de notre carnet d'adresse prend du temps, et coûte de l'argent. Cela ne procure pas nécessairement de plaisir mais s'apparente à une démarche d'investissement. On peut dire la même chose de la démarche consistant à « *entretenir* » de bonnes relations avec nos contacts, qui est similaire à l'entretien d'un patrimoine. Ce patrimoine social étant créé et entretenu, il aura des effets économiques positifs. Cette démarche d'investissement est bien connue des étudiants qui préfèrent certaines universités ou écoles à d'autres non en raison de la qualité des enseignements, mais pour se constituer un carnet d'adresses. Enfin, même si on considère le capital social d'une façon plus large, c'est-à-dire sous ses aspects de confiance et de volonté de coopération au sein d'une société, on peut admettre que les pouvoirs publics peuvent investir pour créer et entretenir ce capital, ou au contraire laisser le « *climat social* » se dégrader sans réagir.

Le capital social se veut un concept mesurable. Sa mesure peut se baser soit sur les actions menées en commun, par exemple dans un cadre associatif, soit sur la confiance qu'ont les individus les uns dans les autres (et qui est supposée être à la fois une *condition* et une *conséquence* du travail en commun[73]).

Lorsque la mesure est basée sur le degré de confiance qu'ont les individus les uns dans les autres, on prend généralement comme indicateur de capital social le pourcentage de personnes qui répondent positivement à la question suivante : « Croyez-vous que la plupart des gens sont dignes de confiance » *(« would you say that most people can be trusted ? »*).

Cependant, comme le notent Adler et Kwon (2002) : « *la confiance et le capital social se renforcent mutuellement. La confiance est une source de capital social, et ce dernier produit à son tour de la confiance* ». Dans tous les cas, la confiance et le capital social vont de pair, et on peut donc utiliser le degré de confiance pour mesurer le capital social.

[73] Certains auteurs considèrent la confiance comme une forme de capital social (Coleman, 1988), d'autres identifient les deux concepts (Fukuyama, 1995), mais la plupart distinguent les deux éléments.

En effet, le capital social peut être théorisé par la volonté qu'ont les individus de coopérer, comme cela est développé dans de nombreux articles qui utilisent le formalisme de la théorie des jeux répétés (Baudasse & Montalieu, 2004).

Cette idée est synthétisée par Miguel (2003) dans son commentaire de l'article de Routledge et von Amsberg (2002) : « *la confiance et le capital social sont ébranlés par la mobilité du travail, dans la mesure où les individus ne sont plus capables de prendre part aux relations réciproques de long terme qui nourrissent la coopération dans la communauté* » (p. 196).

Par conséquence, une analyse qui met en avant l'importance de la confiance et de l'honnêteté comme fondement des relations sociales et économiques ne peut pas être inutile lorsqu'on parle de finance. La théorie monétaire avait d'ailleurs déjà mis en avant un concept similaire à travers la notion de «*confiance en la monnaie* ». Dans les relations financières en général, la croyance que les autres acteurs respecteront certaines normes de comportement (par exemple, qu'ils honoreront leurs engagements) est un élément important qui permet d'économiser des coûts de transaction.

Requier-Desjardins (2003) souligne l'existence de deux lignes de fracture autour de ce concept : premièrement en ce qui concerne sa définition (vision du capital social comme actif privé générant des effets en termes d'utilité pour son détenteur *versus* une approche du capital social comme un actif collectif, dont les effets sont au moins partiellement externes). Ainsi, ce qui caractérise le capital social comme actif privé par rapport aux autres types de capital, c'est notamment sa dépendance vis-à-vis des interactions sociales et en particulier de l'altruisme.

Par ailleurs, certains chercheurs expliquent que la théorie du capital social apporte un éclairage quant à l'existence d'avantages compétitifs éventuels dont bénéficient les entreprises familiales françaises (Allouche & Amann, 1998; Arregle, Very, & Raytcheva, 2000).

### c) Quelle articulation entre le « *capital humain* » et le « *capital social* » ?

Le concept de compétence collective a tout d'abord été attaché aux phénomènes socio-cognitifs analysés principalement en psycho-sociologie, dans le cadre des collectifs de travail. Ce phénomène est lié aussi à des phénomènes d'apprentissage collectif dans l'action, résultant d'une adaptation du collectif à des changements divers ou encore de mobilisation de compétences collectives transversales pour faire face à des aléas quotidiens (Michaux, 2009). Ces analyses rentrent dans le cadre des travaux de recherche

théoriques et empiriques permettant de mieux appréhender les phénomènes collectifs sociaux et cognitifs en jeu, leur lien avec la performance, la façon dont on peut les développer.

Bien entendu, les notions d'apprentissage individuel et d'apprentissage collectif entretiennent des rapports très étroits, l'apprentissage d'un individu pouvant induire un apprentissage collectif. Selon Koenig (1994) un apprentissage organisationnel est un « *phénomène collectif d'acquisition et d'élaboration de compétences qui modifie la gestion des situations et les situations de travail elles-mêmes* ». Cette acquisition de compétences a lieu dans un contexte organisationnel en mutation, structuré par des règles élaborées par les agents économiques autour de normes de comportement ou d'action.

L'apprentissage organisationnel sert donc à construire à la fois des systèmes de connaissances et des systèmes de valeurs. D'après la distinction faite par Argyris et Schön (1996), il peut y avoir des formes d'apprentissage organisationnel « *faibles* » (en simple boucle), selon le principe *stimulus-réponse* ou adaptation, et des apprentissages organisationnels en « *double boucle* », caractérisés par une modification des théories de l'action, c'est-à-dire des croyances. Cet apprentissage porte aussi sur la possibilité de faire confiance aux autres membres de l'organisation.

L'intérêt porté à l'apprentissage collectif à travers la notion de capital social met l'idée de la coopération et l'existence des routines organisationnelles (ou règles) au centre de notre développement théorique. En effet, l'apprentissage organisationnel s'effectue au cours de multiples coopérations qui fondent l'activité économique de la firme. Il nécessite « *des codes communs de communication et des procédures coordonnées de recherche de solutions* » (Dosi, Teece, & Winter, 1990, p.243). La notion de l'apprentissage est souvent associée à l'existence des routines organisationnelles considérées comme des modèles d'interactions qui pourvoient des solutions efficaces à des problèmes spécifiques. Les routines organisationnelles étant de deux types : statiques (s'identifiant à l'aptitude de reproduire certaines tâches) et dynamiques (orientées vers l'apprentissage), elles forment les « *capacités dynamiques* » de la firme (*ibid.*). Ces routines étant des règles d'organisation et de gestion élaborées au fur et à mesure de l'activité, co-construites par les acteurs au cours des coopérations, nous pouvons nous demander quel rôle joue l'actionnariat salarié en tant que routine organisationnelle permettant le maintien de la confiance organisationnelle nécessaire à l'entretien de la coopération et de l'action collective au sein de la firme.

Dans cette perspective, l'avantage concurrentiel ne réside plus seulement dans l'exploitation d'une position dominante sur un marché, mais aussi dans la valorisation

supérieures des ressources internes, tangibles comme intangibles. L'approche « *des ressources et des compétences* » a développé progressivement la notion de « *compétence organisationnelle* » puis celle de « *compétence stratégique* » comme un savoir-faire distinctif permettant à une entreprise de se différencier, comme un avantage concurrentiel.

Dès lors que l'on s'intéresse à la préservation, l'application et la communication des connaissances au sein de la firme, une question importante surgit aussitôt : une entreprise peut elle posséder des connaissances de la même façon qu'un individu ?

Les recherches récentes s'interrogent ainsi si une entreprise peut acquérir des connaissances en tant qu'une entité propre, en soulevant la problématique de «*l'apprentissage organisationnel*». Lorino (2001) affirme « *qu'il n'y a plus de savoir porté par l'organisation ni de pensée organisationnelle. Il peut tout au plus arriver qu'il y ait des savoirs ou des modes de pensée « partagés » communs à plusieurs acteurs* ». Il définit ainsi les concepts de « *savoir organisationnel* » et « *d'apprentissage organisationnel* » comme étant « *non un savoir ou un apprentissage portés par l'organisation au lieu de l'être par un sujet individuel, ce qui n'aurait guère de sens, mais plutôt comme des schémas interprétatifs individuels utiles au déroulement de l'action organisationnelle* ». Selon cette perspective, la firme est appréhendée comme un espace de normalisation, dans lequel les bases de connaissances, les normes et les croyances partagées permettent de coordonner la diversité des comportements individuels et d'assurer sa cohésion sociale.

En revanche, Argyris (1999) considère que l'apprentissage organisationnel est un processus selon lequel les entreprises s'adaptent aux contextes en transformation et choisissent de construire des routines organisationnelles. Ce processus se met en place lorsque les réflexions, les actions et les interactions des membres d'une entreprise agissent sur les théories de l'action de cette entreprise. Dès lors, ces routines organisationnelles, issues d'un long processus d'apprentissage, peuvent guider l'action de la firme en établissant des règles de décision permettant de trouver des solutions à des problèmes. A partir du moment où les routines sont à l'organisation ce que les compétences sont à l'individu (dans le sens où elles permettent d'agir et de résoudre des problèmes), parler des connaissances de l'entreprise, sur lesquelles s'appuient en partie ces routines, est pertinent.

Même si ce champ théorique n'est pas encore bien défini, Michaux (2009) souligne que ces deux concepts – <u>capital humain</u> (*ensemble des compétences des individus*) et <u>capital social</u> (*normes de réciprocité, référentiel cognitifs permettant des interactions*

*pertinentes*) – ont été intégrés dans les recherches en sciences de gestion comme deux dimensions indépendantes. L'auteur rappelle que le capital social dote les organisations d'une « *capacité à se coordonner et à coopérer* », proche de certaines conceptions de la compétence collective, mais proche aussi de la notion de « *routines organisationnelles tacites* »[74], mise en avant par la théorie des ressources comme le pilier indispensable de la compétence stratégique des organisations. Le rapprochement entre la théorie des ressources, la théorie du capital humain et celle du capital social permet selon l'auteur précédemment cité de bâtir une articulation fondamentale en différenciant la notion de compétence individuelle (proche de la notion de capital humain) et de compétence collective (proche de la notion de capital social). Ainsi, le capital humain résidant dans les individus, il exprime la nécessité d'investir dans les compétences des individus ; en parallèle – le capital social résiderait dans les relations entre les individus et exprime l'importance d'investir dans ces relations.

Il s'avère ainsi qu'il est difficile de définir ce concept multidimensionnel (Putnam, 1995), cette difficulté étant le résultat des multiples points de vue rencontrés dans la littérature sur le capital social. Néanmoins, en ce qui concerne l'utilité du capital social, plusieurs auteurs considèrent le capital social comme étant un facteur déterminant pour le développement du capital intellectuel de la firme (W. Baker, 1990; Bayad et al., 2006; Bourdieu, 1986; Burt, 1992a; Coleman, 1988; Nahapiet & Ghoshal, 1998a; Paturel et al., 2005).

Baret (2006) exprime le regret que malgré son intérêt évident, ce concept n'a été introduit que très récemment dans la recherche en sciences de gestion, par conséquent pour l'instant nous ne savons que peu de choses sur la manière de développer et de gérer le capital social des individus et des organisations. L'auteur souhaite que les chercheurs et les praticiens s'intéressent davantage aux déterminants du capital social afin d'évaluer l'impact des pratiques managériales sur le capital social. Etant davantage centré sur la

[74] Selon Nelson & Winter (1982), l'exercice des routines opérationnelles constitue, d'une certaine manière, une « trêve » puisqu'elles limitent le comportement opportuniste des acteurs en définissant une marge qui permet de conserver dans des limites acceptables les comportements collectifs au cours de l'action. Les routines organisationnelles contiennent donc des « règles de jeu », des conventions (au sens de l'économie des conventions), car elles sont construites non seulement pour agir, ou pour inter-agir, mais aussi pour faire respecter « les règles du jeu » (Nelson & Winter, 1982, p. 110). Il y a donc dans la notion de « routines organisationnelles » un aspect cognitif et un aspect coopératif (limitant les opportunismes individuels) qui fait partie de la capacité à mener à bien une tâche avec un certain niveau de performance. En fait, ces routines sont issues d'un processus collectif d'apprentissage et d'expérimentation cumulatif dans le temps, dépendant à la fois des individus qui ont appris et des relations qui ont été tissées au cours de ces apprentissages (Michaux, 2009, p. 20).

communauté que sur l'individu, le concept de capital social donne selon lui une légitimité théorique aux pratiques de management orientées vers le collectif.

Partageant cette préoccupation, nous souhaitons étudier, tant théoriquement qu'empiriquement, dans quelle mesure l'actionnariat salarié pourrait s'avérer être un antécédent important permettant aux entreprises l'ayant mis en place de renforcer leur capital social et d'améliorer leur performance organisationnelle.

### B. Actionnariat salarié comme facteur de renforcement du capital social de l'entreprise

La revue de littérature réalisée nous permet de distinguer divers types de capital social. Les liens forts, qui constituent une forme de «*ciment* » ou « *obligeant* » (*bonding social capital*) entre des individus d'un même groupe doivent être distingués des liens faibles, qui constituent souvent des « *passerelles* » (*bridging social capital*) entre différents groupes (Coleman, 1988).

Putnam considère que le capital social « *obligeant* », constitué de liens forts, comporte une dimension affective et des réseaux denses et fermés. Il engendre de la réciprocité et de la solidarité, il permet de « *faire face* » et facilite la coopération (Baret, 2006b). Dans cette perspective conceptuelle, Leana et Van Buren (1999) proposent le concept de *capital social organisationnel*. Ces auteurs définissent la présence de capital social dans une organisation par les trois facteurs suivants :

- *existence d'objectifs et de valeurs partagés par l'ensemble des membres de l'entreprise*
- *implication des membres dans l'atteinte des objectifs collectifs*
- *existence d'une relation de confiance entre eux.*

Selon ces auteurs, la présence de capital social organisationnel a deux effets importants au sein de la firme :

- d'une part, elle *favorise la coopération* et *l'atteinte des objectifs collectifs*
- d'autre part elle permet *l'échange de connaissances propice à la construction du capital intellectuel de l'entreprise*.

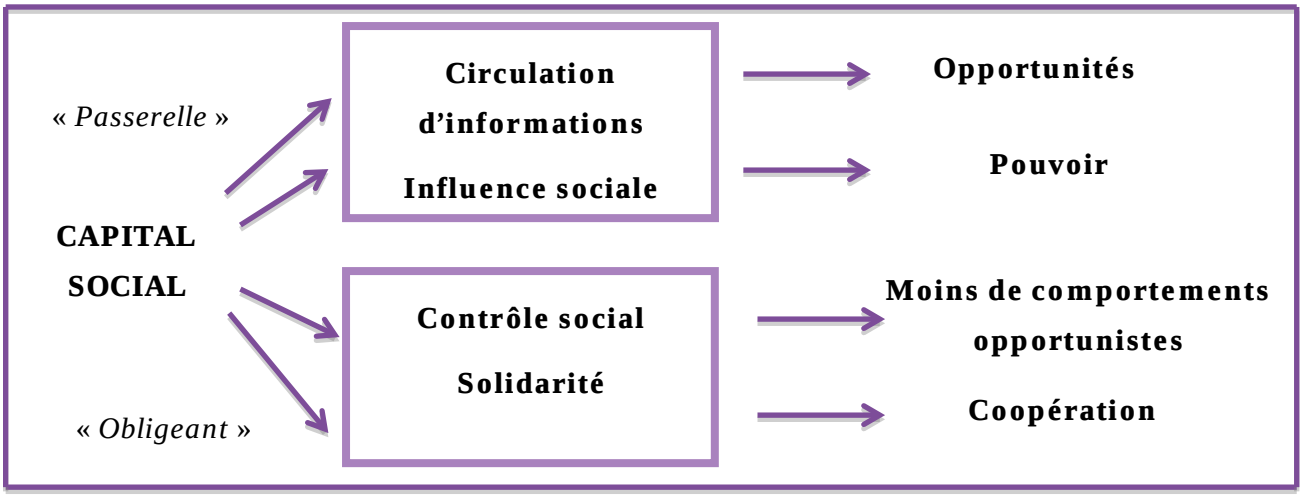
En véhiculant des normes et des liens de réciprocité, le réseau social amène les individus à se conformer aux attentes et objectifs collectifs, ce qui permet de diminuer les dispositifs d'*incitation* et de *contrôle* générateurs de coûts d'agence (Baret, 2006b).

Nous avons vu que l'importance du capital social dans la construction du capital intellectuel a été en fait proposée par Nahapiet et Ghoshal (1998a) pour qui l'entreprise est un lieu où les individus mettent en commun leurs ressources pour atteindre un objectif

collectif. Une ressource essentielle à partager, c'est la connaissance, or les normes véhiculées par la structure sociale incitent les individus au *partage de leurs connaissances* (Baret, 2006b).

Autrement dit, l'existence du capital social « *ciment* » ou « *obligeant* » implique le renforcement du contrôle social et une solidarité collective, ce qui diminue les comportements opportunistes et consolide la coopération des membres de la coalition productive (cf. figure 7). Il en résulte, selon Baret (2006), une réduction des risques encourus par les individus dans les situations de coopération avec les autres. Du coup, le capital social est très utile pour face à un environnement fluctuant et incertain. En conséquence, lorsque les transactions sont difficiles à spécifier contractuellement, le capital social permet d'éviter les comportements opportunistes (*ibid.*)[75].

**Figure 7 : Qu'apporte le capital social ?**




*Source* : Baret (2006)

Il faut toutefois souligner que la notion de capital social « « *ciment* » ou « *obligeant* » reste encore très peu étudiée en sciences de gestion, ce concept n'ayant attiré l'attention

[75] Baret (2006) rappelle pourtant qu'il serait naïf de penser que le capital social et les normes de réciprocité ne peuvent avoir que des conséquences positives sur les organisations (Portes, 1998). Le capital social collectif engendre un certain nombre de coûts et d'inconvénients dont il faut tenir compte. Par exemple, la stabilité de la relation d'emploi proposée par Leana et Van Buren peut avoir un coût élevé pour l'entreprise, notamment dans des situations de fortes incertitudes économiques.

des chercheurs en management que depuis assez peu de temps. Il est évident que les travaux fondateurs de Nahapiet et Ghoshal tout comme ceux de Leana et Van Buren nécessitent d'être approfondis pour mieux appréhender les effets concrets du capital social organisationnel.

Comme nous l'avons déjà évoqué précédemment, les recherches sur ce sujet sont encore peu nombreuses et restent souvent au stade de la formulation d'hypothèses concernant les facteurs qui favorisent l'émergence du capital social et les pratiques organisationnelles qui produisent ces facteurs favorables. Ces recherches donnent dans l'ensemble plus d'importance aux déterminants externes[76] (organisation informelle, pratiques de management) du capital social, ces pratiques organisationnelles étant sensées favoriser le processus de création, de construction ou d'appropriation du capital social entre les employés (Leana & Van Buren, 1999; Stephenson & Lewin, 1996).

L'organisation informelle est considérée comme une ressource qui met en valeur le capital humain individuel grâce à une meilleure gestion des compétences et des connaissances des employés. L'intégration et la légitimation des deux formes d'organisation hiérarchique et non hiérarchique (formelle et informelle) peuvent être favorisées par la mise en place d'un système d'évaluation et de rétribution qui mette en valeur le travail en réseau et rétribue la performance collective (Stephenson & Lewin, 1996). Cette organisation informelle « *produit* » du capital social au sein de l'organisation par le renforcement des échanges sociaux entre les employés qui recherchent l'efficacité de leurs résultats par leur complémentarité.

---

[76] Quant aux principaux déterminants internes du capital social organisationnel, Nahapiet et Ghoshal (1998) évoquent notamment le *temps*, l'*interdépendance*, l'*interaction* et la *délimitation du réseau dans l'espace*. Le facteur *temps* est important pour le développement du capital social puisqu'il faut du temps pour que la confiance et les normes de réciprocité puissent s'installer et favoriser la coopération car la confiance relationnelle se construit sur l'expérience de relations passées. Le capital social dépend de la stabilité et de la continuité des structures sociales. Puis, les individus sont d'autant plus enclins à interagir qu'ils ont le sentiment que leurs destins sont *interdépendants*. L'identification de préoccupations et d'objectifs communs est donc essentielle. Un niveau élevé de capital social est aussi très souvent caractérisé par un niveau aussi élevé d'interdépendance. L'*interaction* entre les individus est une autre condition de la création du capital social. Cette création nécessite l'existence de fréquentes discussions et rencontres entre les individus. Enfin, le capital social ne se développe que si les *frontières du réseau sont identifiées*. Il suppose en effet l'existence de normes de réciprocité entre les individus, or il faut que chacun puisse identifier qui est concerné par ces normes et qui ne l'est pas.

Dans la lignée des propositions de Putnam, Leana et Van Buren (1999) considèrent que les institutions ont une influence dans la production de normes et de valeurs partagées. Ainsi ces auteurs estiment que l'entreprise peut agir sur son capital social organisationnel en développant une culture adaptée mettant en avant les valeurs de travail en équipe et de partage de connaissances. Ils font aussi l'hypothèse que les pratiques de gestion de l'emploi peuvent favoriser le développement du capital social organisationnel en privilégiant une relation d'emploi stable et des éléments de rémunération basés sur la performance collective.

Ainsi, les pratiques de gestion des ressources humaines tiennent une place importante parmi les déterminants du capital social organisationnel, les pratiques identifiées comme produisant potentiellement du capital social insistent davantage sur la dimension collective et l'équité. Elles se préoccupent plus d'échanges et de confiance dans l'organisation que de performance. Le concept de capital social pourrait donc constituer une base théorique à la justification d'une gestion des ressources humaines davantage orientée vers le collectif et sa préservation (Baret, 2006).

Parmi les différentes pratiques de management auxquelles l'entreprise peut recourir, l'actionnariat salarié semble être un mécanisme ayant la capacité de renforcer le capital social au sein de l'entreprise. La mise en place d'un plan d'actionnariat salarié est souvent accompagnée de vastes campagnes de communication au sein de l'entreprise, les dirigeants interviennent plus souvent devant les salariés afin d'expliquer les enjeux et les défis des différentes décisions stratégiques nécessaires, les représentants des salariés actionnaires tiennent aussi un rôle d'information très important et font le relais entre les salariés et la direction, etc. Toutes ces démarches d'information et de communication permettent de donner aux salariés une vision plus claire des objectifs et des contraintes de l'entreprise, en contribuant à la création d'une culture organisationnelle plus forte basée sur un certain nombre de valeurs partagées par l'ensemble des membres de l'entreprise.

Les développements théoriques précédents avaient mis en évidence le fait que l'actionnariat salarié influence positivement l'implication organisationnelle des salariés dans l'atteinte des objectifs communs.

Nous estimons aussi que, sous certaines conditions, la mise en place *récurrente* des plans d'actionnariat salarié par les grandes entreprises françaises a aussi pour but de construire et de renforcer une relation de confiance entre les salariés et l'entreprise, permettant de préserver voire développer leur capital social.

Nous voyons ainsi que l'actionnariat salarié peut être un facteur déterminant du capital social organisationnel à travers son influence possible sur les trois facteurs composant le

capital social organisationnel mentionnés par Leana et Van Buren (1999) cités plus haut, et notamment 1) l'existence d'objectifs et de valeurs partagés par l'ensemble des membres de l'entreprise, 2) l'implication des membres dans l'atteinte des objectifs collectifs, 3) l'existence d'une relation de confiance entre eux.

Les entreprises ayant choisi de mettre en place un système d'actionnariat salarié visent vraisemblablement à favoriser la coopération et l'action collective indispensables à la construction du capital intellectuel de la firme.

L'actionnariat salarié étant par définition d'abord un mode de rémunération différée de la performance collective, il remplit parfaitement son rôle d'élément « *producteur* » de capital social au sein de l'organisation, nous verrons toutefois plus loin dans quelles conditions.

### a) L'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié

Partant du principe que les raisons qui ont conduit les dirigeants à décider de la mise en place de l'actionnariat salarié traduisent leurs attentes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et peuvent avoir un effet déterminant sur l'efficacité du système en général, tout comme sur les attentes des salariés qui sont déterminées (au moins partiellement) par la communication institutionnelle autour des plans d'actionnariat salarié notamment, plusieurs chercheurs ont étudié la conception que se fait la direction de l'actionnariat salarié à travers le concept d'« *implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié* » (Caramelli, 2006 ; Gamble et al., 2002; Pierce et al., 1991 ; Klein, 1987; Rosen et al., 1986).

Ces auteurs ont souligné effectivement l'importance de la conception que se font les dirigeants de l'actionnariat salarié sur le fonctionnement du mécanisme de l'actionnariat salarié et notamment sur l'impact suite à sa mise en place au sein de l'entreprise.

Au préalable, rappelons que nous avons déjà évoqué précédemment l'importance de la vision initiale (positive ou négative) des comportements de l'homme au travail (Bornarel, 2007) et l'impact sur la construction théorique des préconisations managériales qui en découle. Par ailleurs, Arnaud (2011) souligne de son coté que le rôle de l'idéologie véhiculée par les agents économiques est fort et a des conséquences non négligeables sur les structures organisationnelles. L'auteur met en exergue les principes correspondant à une philosophie de management dite « *humaniste* » et rappelle que cette philosophie

implique une ontologie de l'acteur économique totalement différente de celle supposée par le modèle économique néoclassique standard de *l'homo oeconomicus* (Arnaud, 2006).

En effet, les différentes analyses économiques issues du paradigme théorique contractualiste néo-classique que nous avons passées en revue dans le premier chapitre de notre travail de recherche reposent toutes sur l'hypothèse d'individus égoïstes et opportunistes, le plaisir du travail bien fait, des engagements tenus, le choix de la coopération pour les valeurs qu'elle représente ou comporte, ne font pas partie des préférences supposées de l'agent.

Les travaux de Stéphanie Arnaud (2008; 2006, 2009; 2011) cherchent à élargir le spectre des motivations de l'homme au travail habituellement retenues par les économistes traditionnels pour mieux expliquer la complexité des facteurs qui influencent le comportement des acteurs de l'économie moderne. L'auteur mobilise dans ses travaux les résultats de plusieurs études sur la motivation des agents économiques réalisées en psychologie, en sciences de gestion ou encore en économie expérimentale afin de démontrer les avantages de l'application de la philosophie « *humaniste* » à la gestion des relations au travail dans l'entreprise d'aujourd'hui qui doit « *se centrer sur l'homme* » pour prospérer dans la nouvelle l'économie des connaissances et du savoir.

Arnaud rappelle ainsi l'importance des apports de la théorie de l'autodétermination (Deci & Ryan, 2000) développée en psychologie, selon laquelle tous les êtres humains ont la volonté de s'autodéterminer et pour cela doivent satisfaire trois besoins fondamentaux que sont le *besoin de compétence* (se sentir efficace, faire face à des challenges stimulants), le *besoin d'autonomie* (auto-organiser son expérience, se sentir le propre initiateur de nos actions) et celui de *relations sociales basées sur le respect mutuel et la confiance réciproque*. Un management inspiré d'une philosophie humaniste se doit de tenir compte de ces trois principes fondamentaux, permettant l'épanouissement et le développement de chacun au sein de l'organisation.

Cette philosophie « *humaniste* » qui prend la personne comme référent absolu et sa recherche d'autodétermination comme principe fondamental de l'humanité, fournit un ensemble de principes à respecter pour protéger la quête d'auto-accomplissement de chaque individu au travail et garantir la reconnaissance des personnes dans leur singularité.

Dans cette logique, les relations de travail doivent permettre aux salariés de se sentir reconnus « à leur juste valeur » par autrui. Les relations basées sur la confiance sont un prérequis incontestable ; un dialogue régulier entre les subordonnés et leurs supérieurs hiérarchiques, une évaluation des performances et un système de rémunération perçus

comme justes, un *feed-back* constructif sur les compétences, l'octroi de responsabilités mais aussi les actes matériels ou symboliques qui expriment l'importance du rôle occupé par le salarié permettent de se sentir «reconnu » (Peretti, 2005). En fait, lorsque les relations de travail sont basées sur la reconnaissance, la valorisation, la stimulation des compétences, l'autonomie et la responsabilisation, elles permettent aux salariés de s'épanouir en développant leurs potentialités et leurs facultés de création.

De nombreuses études réalisées en économie et en psychologie expérimentales montrent qu'il est possible de réconcilier un management humaniste, propice à la qualité des relations humaines et au développement personnel des salariés, avec l'objectif de performance économique (Arnaud, 2008). Sa présence est associée à un meilleur apprentissage, à un plus grand bien-être et à une plus grande performance organisationnelle (Benware & Deci, 1984). Certains travaux ont clairement mis en évidence la relation positive entre la philosophie humaniste de management et la créativité et la capacité d'innovation des salariés au travail (Amabile, 1993; Amabile, Conti, Coon, Lazenby, & Herron, 1996). Les résultats de Baard & al. (2004) démontrent une relation causale positive de la satisfaction des trois besoins fondamentaux (autonomie, compétence, relations interpersonnelles épanouissantes) vers la performance organisationnelle.

*In fine*, les travaux de Stéphanie Arnaud consacrés à l'application de la philosophie humaniste aux pratiques de management aboutissent à la conclusion suivante : « *la division des tâches, la répartition du pouvoir, les modalités d'expression de la hiérarchie et du lien de subordination, les dispositifs de surveillance, d'incitation, d'évaluation et d'encadrement de l'activité, etc., doivent satisfaire les principes d'autonomie (l'être humain a besoin d'un espace de liberté pour se créer, se déterminer), d'expression et de stimulation des compétences (la volonté de se façonner une personnalité le conduit à vouloir concrétiser ses talents potentiels), et enfin de reconnaissance par autrui (la personne a besoin de convoquer le regard d'autrui sur ses actions et d'en tirer une meilleure connaissance d'elle-même)* » (Arnaud, 2008, p.11).

Dès lors, l'ensemble des recherches ayant étudié l'importance du concept de l'« *implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié* » pour l'appréhension des effets attendus suite à la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié au sein de l'entreprise prennent une autre dimension, suite aux développements théoriques précédents.

Le concept de l'« *implication philosophique de la direction vis-à-vis de l'actionnariat salarié* » (« *philosophical commitment to employee ownership* ») a été défini dans la

littérature comme « *le degré auquel l'actionnariat salarié est en même temps une part centrale de la philosophie de la direction et de sa stratégie de gestion des ressources humaines et est une partie intégrante de la culture et de l'identité organisationnelle* » (Caramelli, 2006 ; Klein, 1987, p.323; Pierce et al., 1991, p.129; Rosen et al., 1986, p.74)

En effet, l'actionnariat salarié peut être vu de différentes façons par la direction, et la perception des dirigeants influence ainsi les raisons de la mise en place de l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise. Selon Caramelli (2006), une implication philosophique des dirigeants «minimale » correspondrait à des dirigeants qui verraient l'actionnariat salarié comme un « *moyen de flexibiliser les rémunérations, de faire de économies fiscales ou de trouver des moyens de financement à des conditions favorables* », alors qu'une implication philosophique des dirigeants « forte » correspondrait à des dirigeants qui voient l'actionnariat salarié comme un « *moyen de transmettre une culture entrepreneuriale aux salariés et de développer leur attachement à l'entreprise en les associant à ses bénéfices et à son processus de prise de décision* ».

Ainsi, cette « implication philosophique des dirigeants « forte » se rapproche fortement des principes de la philosophie de management « humaniste » évoquée plus haut, fondée sur un sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés

Caramelli (2006) souligne donc que l'implication philosophique des dirigeants a de fortes chances d'avoir un impact important sur la conduite au jour le jour du plan d'actionnariat salarié, ainsi que sur l'intensité des droits à l'information et à la participation octroyés aux salariés.

Certaines études empiriques confirment effectivement l'importance de ce concept et son impact sur les attitudes et l'engagement des salariés actionnaires. Les résultats de l'étude de Gamble et ses collègues démontrent un effet positif significatif direct de l'implication philosophique des dirigeants sur la satisfaction au travail, et un effet positif et significatif indirect sur l'engagement au travail (Gamble et al., 2002, p.20). Les résultats de l'étude de Klein ont aussi montré une relation positive et significative entre l'implication philosophique des dirigeants d'une part et la satisfaction des salariés vis-à-vis du plan d'actionnariat salarié et leur implication organisationnelle et une relation négative entre l'implication philosophique des dirigeants et l'intention des salariés de quitter leur entreprise. Les résultats de cette étude ont également montré une relation positive entre l'implication philosophique des dirigeants et la perception des salariés d'avoir une influence dans la prise de décision (Klein, 1987, p.326).

La littérature suggère donc une relation positive directe entre l'implication philosophique des dirigeants et les droits que les salariés se voient octroyer à travers leur actionnariat, et

une relation indirecte entre l'implication philosophique des dirigeants et les attitudes des salariés au travail. Au niveau de l'actionnariat salarié en soi, Caramelli (2006) considère que si l'implication philosophique des dirigeants est élevée, les salariés auront davantage tendance à souscrire des actions de leur entreprise car ils tendront à développer une attitude positive vis-à-vis de l'actionnariat salarié.

Ainsi, il y a de fortes chances que les effets psychologiques de l'actionnariat salarié (tel que le sentiment de propriété psychologique évoqué précédemment) découlent des attentes (implicites ou explicites) des salariés et des dirigeants vis-à-vis de cette pratique de management qu'est l'actionnariat salarié (Vroom, 1964, p.17).

Caramelli (2006) explique en effet que les attentes des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié (formalisées à l'aide de la notion de l'implication philosophique des dirigeants) influencent effectivement la conception, la mise en oeuvre pratique et la politique de communication autour de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié. Parallèlement, la perception des salariés des différents droits obtenus suite à l'introduction du dispositif de l'actionnariat salarié par l'entreprise, est aussi visiblement liée à leurs attentes (Pierce et al., 1991, p.127).

Par conséquence, dans le cas où les droits attendus par les salariés actionnaires étaient très différents des droits perçus par les salariés actionnaires, une dissonance pourrait se développer (Hammer & Stern, 1980, p.79; Steers, 1977, p.53) ou bien alors un fort sentiment d'injustice induisant des réactions attitudinales négatives chez les salariés (Caramelli, 2006).

### b) Actionnariat salarié et la confiance organisationnelle

Comme nous venons de voir dans les développements précédents consacrés au concept du capital social, une des composantes clés du capital social organisationnel mise en évidence par les différents auteurs cités, c'est la notion de confiance organisationnelle. Du coup, il est tout à fait légitime de se questionner quant à la relation qu'il pourrait y avoir entre l'actionnariat salarié et la confiance organisationnelle au sein des grandes entreprises françaises cotées.

Est-ce que la décision de l'entreprise de lancer une augmentation du capital réservée aux salariés augmente la confiance organisationnelle au sein de la firme ? Ou bien est-ce parce que les salariés font confiance à leurs dirigeants et à l'entreprise en général qu'ils font le choix de souscrire des actions de l'entreprise ?

Nous ne pensons pas qu'il soit évident à l'heure actuelle de répondre de manière très tranchée à l'une de ces deux questions, d'autant plus qu'il n'existe pas d'études empiriques à notre connaissance ayant étudié le lien entre ces deux concepts (actionnariat salarié et confiance organisationnelle) pour que l'on puisse s'appuyer sur des résultats empiriques fiables.

Toutefois cela n'enlève rien à la pertinence de l'interrogation qui est la nôtre et nous allons essayer de reprendre ici les arguments théoriques permettant d'analyser le lien possible entre l'actionnariat salarié et le développement de la confiance organisationnelle au sein des entreprises françaises cotées.

Comme souligné par Allouche et Amann (1998), l'abondance contemporaine des recherches académiques consacrées à la notion de confiance organisationnelle n'est en fait qu'un renouveau d'un thème apparu dès les origines de la science économique.

En effet, de nombreuses recherches récentes mettent en avant l'idée que la notion de la confiance est aujourd'hui fondamentale pour comprendre les comportements des individus et des organisations mais aussi pour expliquer les performances des entreprises et pour appréhender le rôle de la confiance dans le développement d'une relation d'emploi durable (pour une méta-analyse, cf. Dirks et Ferrin, 2002). Pour certains chercheurs, la confiance est essentielle pour le maintient de la coopération et de la stabilité de toute relation considérant qu'un comportement digne de confiance présente une source d'avantage compétitif pour les organisations (Whitener, Brodt, Korsgaard, & Werner, 1998).

Dans les premiers travaux sur la théorie de l'échange social, Blau (1964) examinait le rôle de la confiance comme un élément fondamental dans l'échange entre l'individu et son organisation, considérant le fait de faire confiance comme un prérequis indispensable pour que l'individu accepte le risque lié à une réciprocité différée et implicite des bénéfices qu'il apporte à son organisation.

Différentes études empiriques ont décrit le sentiment de confiance du salarié dans l'organisation comme un facteur important de qualité et de stabilité à long terme de la relation d'emploi qui en résulte, mesurée à travers un ensemble d'attitudes dont l'engagement envers son organisation et l'intention de départ (Dirks et Ferrin, 2002).

Les résultats des recherches passées soutiennent l'existence d'une chaîne de relations entre la confiance organisationnelle, les actes de justice et de bienveillance de l'organisation, et les attitudes des salariés telles que leur implication organisationnelle et d'intention de rester (Guerrero & Herrbach, 2009).

D'autres chercheurs vont jusqu'à soutenir l'idée d'un développement d'un nouveau paradigme théorique en sciences de gestion et d'organisation (Kramer, 1996; Kramer, Brewer, & Hanna, 1996).

Face à cette tendance lourde, l'établissement de liens de confiance réciproque au sein des organisations semble apparaître comme un nouveau levier stratégique et se voit doté d'une légitimité opérationnelle qui n'a jamais été la sienne auparavant. Longtemps considérée comme une sorte d'excroissance morale et sociale de la rationalité planifiée, la confiance semblerait participer désormais de manière directe à la performance globale des firmes (Guerrero & Herrbach, 2009).

Cette légitimité opérationnelle, qui se traduit à travers la performance au travail, le fait de faciliter la coopération et l'action collective ainsi que la stabilité de la relation, est aussi accordée comme nous l'avons déjà mentionné dans la section précédente à la notion de l'implication organisationnelle (*ibid.*). Dès lors, il nous semble opportun d'étudier le lien qui existe ou qui pourrait exister entre l'actionnariat salarié, la notion de confiance organisationnelle et l'implication organisationnelle des salariés actionnaires.

Ce sentiment de confiance entre une organisation et ses salariés présente également d'autres vertus (Mangematin, 1998). La littérature considère que l'instauration d'un certain nombre de pratiques de management participatif permet de renforcer le sentiment de confiance des salariés envers l'entreprise. Il s'agit essentiellement des pratiques de participation, de communication, *d'empowerment*[77], ainsi que des pratiques de rémunération et de justice organisationnelle.

Ces pratiques de participation impliquent une redéfinition et une redistribution des rôles de chacun et notamment celui de l'encadrement, cherchant à donner une plus grande autonomie aux salariés, nécessaire pour faire face aux problèmes et aux aléas quotidiens du travail. Le management participatif se base principalement sur le partage de l'information, la collaboration des salariés à la prise des décisions, la conception et la réalisation des activités de travail.

Dans cette logique de participation, la confiance est synonyme d'attente de reconnaissance, d'équité, de soutien en cas de problèmes et de respect de la parole donnée par l'organisation. La confiance d'un salarié envers la direction de l'entreprise lui permet de prévoir son comportement futur comme étant positif (Couteret, 1998).

---

[77] L'*empowerment* est défini comme la création d'un environnement où les employés sont dotés de plus d'autorité et de responsabilités pour accomplir leur travail.

Pour la direction, la confiance est synonyme de respect des engagements, de loyauté, de fidélité dans la réalisation des objectifs, étant fondée sur la croyance que les salariés possèdent les compétences et aptitudes nécessaires à la réalisation de leurs missions.

En de telles circonstances, les relations s'améliorent au sein de l'organisation, elles deviennent plus harmonieuses, on trouve aussi un impact sur la qualité de résolution des problèmes de groupe et des conflits, la communication s'améliore : l'information ascendante est plus riche, plus fréquente également (Mishra, 1996).

Inversement, en cas de manque de confiance des salariés dans leur organisation, ils auront tendance à être souvent sur la défensive, à adopter un comportement sensé faire encourir le moins de risques possibles. Les paroles et les actes sont surveillés, en cherchant à se conformer strictement aux règles établies par la direction, ces comportements ayant comme conséquences une rigidité, une perte d'originalité et d'initiative (Argyris, 1973a, 1973b) alors la confiance peut être un élément déterminant pour encourager l'innovation.

La confiance organisationnelle est par ailleurs susceptible d'influer sur les comportements des salariés en améliorant leur satisfaction au travail, leur créativité et en réduisant leur anxiété (Cook & Wall, 1980). Les salariés acceptent beaucoup plus facilement d'assumer des responsabilités qui ne font normalement pas partie de leurs attributions. De manière générale, la coordination entre les différents acteurs est facilitée (McAllister, 1995, 1997), la parole est plus honnête, plus libre, et la rétention d'information se réduit considérablement et le projet commun voit ainsi sa qualité renforcée dans un climat marqué par une confiance organisationnelle forte (*ibid.*).

Pour Sashkin (1984), cinquante ans de recherche ont catégoriquement démontré l'efficacité de cette forme de direction du personnel : « *le management participatif a des effets positifs sur la performance, la productivité et la satisfaction des salariés et ceci parce que ce type de management accomplit et remplit les trois besoins humains de base : accroître l'autonomie, améliorer la compréhension et diminuer l'isolement* » (1984, p. 711).

Ainsi, les pratiques de gestion participative constituent un antécédent primordial pour construire la confiance, en contribuant à la fidélisation des salariés et en favorisant la création d'un climat propice à l'expression et à la responsabilisation. Ces pratiques sont nécessaires pour garantir la loyauté des salariés, en effet, l'*empowerment* est indispensable pour créer et cultiver un fort sentiment de confiance entre les managers et les salariés car l'*empowerment* est perçu comme une marque de confiance et de support qui conduirait les salariés à s'identifier davantage à leur organisation (Couteret, 1998).

Les différents travaux ayant analysé le concept de la confiance organisationnelle ont aboutit à trois types de résultats complémentaires (Guerrero & Herrbach, 2009):

1. l'effet de la confiance organisationnelle sur les attitudes au travail (satisfaction au travail, implication organisationnelle, volonté de quitter l'entreprise) et sur les comportements de citoyenneté organisationnelle (Dirks et Ferrin, 2002);
2. le lien entre le soutien organisationnel perçu par les salariés et la confiance organisationnelle qui en résulte (*ibid.*);
3. les actions organisationnelles et tout particulièrement les pratiques participatives de gestion des ressources humaines développent la confiance organisationnelle (Whitener, Brodt, Korsgaard et Werner, 1998).

Tous ces avantages induits ont conduit Ouchi (1981) à faire du climat de confiance un des pivots de la *théorie Z*, productivité et confiance étant indissociables d'après lui.

En effet, depuis les travaux de Levinson (1965) , les chercheurs ont souvent démontré que les individus tendent à personnifier les actes de leurs entreprises, de telle sorte qu'ils perçoivent les actes organisationnels tels que les pratiques de gestion des ressources humaines comme des signes potentiels de soutien et d'intérêt à leur égard.

C'est en raison de ce processus de personnification que l'on peut considérer que la confiance organisationnelle exprime le degré de risque et de vulnérabilité que l'employé est prêt à prendre parce qu'il a développé une opinion positive sur les intentions et les comportements des représentants de son organisation.

De multiples définitions de la confiance existent dans la littérature théorique (Neveu, 2004). Nous retiendrons ici celle de Hosmer (1995) qui fait reposer la confiance sur l'hypothèse sous-jacente d'un devoir moral implicite et fournit une définition faisant la synthèse entre l'éthique et les sciences des organisations, considérant que le sentiment de confiance[78] est *« l'anticipation effectuée par une personne, un groupe ou une entreprise d'un comportement éthiquement justifiable - c'est à dire des décisions et des actions moralement correctes et basées sur des principes d'analyses éthiques - de la part de l'autre personne, groupe ou entreprise dans le cadre d'un effort conjoint ou d'un échange économique* ».

[78] Ce sentiment peut se décliner essentiellement sous deux formes : la confiance organisationnelle - confiance d'un salarié dans son organisation - et la confiance interpersonnelle, c'est-à-dire la confiance entre employés, entre employés et supérieurs hiérarchiques et entre employés et managers. Certains auteurs tels que Cook et Wall (1980), considèrent que la confiance envers les supérieurs est assimilable à la confiance organisationnelle dans la mesure où l'autorité hiérarchique représente l'organisation. Dans ce cadre d'analyse, les rôles et les positions occupés par ces supérieurs hiérarchiques et ces managers, mais aussi leurs décisions et leurs actions sont davantage pris en compte par les salariés que leurs personnes en tant que telles.

Par ailleurs, selon Bromiley et Cummings (1992, cités par Neveu, 2004), la confiance, c'est la « *croyance d'un individu (ou groupe d'individus) qu'un autre individu (ou groupe d'individus) (a) fait preuve de bonne volonté pour s'efforcer de se comporter en accord avec tout engagement explicite ou implicite, (b) est honnête dans toutes les négociations précédant de tels engagements et (c) ne tire pas un avantage excessif au détriment d'autrui même si l'occasion (possibilité) [de renégocier] se présente* ».

D'autre part, nous avons déjà mentionné auparavant les travaux de Coleman (1990) et de Leana et Van Buren (1999) qui incluent la confiance organisationnelle au capital social des agents économiques en relation : la confiance trouve sa source non dans les qualités des individus (capital humain) ni dans des lieux physiques de production (capital physique), mais dans la structure inhérente des relations entre les individus.

La typologie de la confiance la plus fréquemment utilisée dans la littérature est celle proposée par McAllister (1995, 1997) qui distingue deux formes de confiance interpersonnelle : la *confiance cognitive* et la *confiance affective*.

Selon cet auteur, la <u>*confiance cognitive*</u> s'appuie sur des croyances individuelles concernant la *fiabilité* et le *sérieux* de l'autre partie. Elle s'appuie sur les connaissances disponibles. Dès lors, on choisit ceux à qui on fait confiance : on fonde ce choix sur ce qu'on considère être comme de « *bonnes raisons*[79] ».

De l'autre coté, la <u>*confiance affective*</u> s'appuie sur le souci et la préoccupation interpersonnelle, elle consiste en des *liens émotionnels entre individus* qui réalisent des investissements émotionnels dans des relations de confiance, se préoccupent réellement du bien-être des partenaires et croient que ces sentiments sont réciproques.

D'autres auteurs ne s'intéressent pas vraiment aux formes de la confiance organisationnelle mais aux facettes[80] de celle-ci. Neveu (2004) analyse l'ensemble des

---

[79] Ces bonnes raisons se traduisent par ailleurs chez Cook et Wall (1980) en termes de *compétence* ou de *responsabilité*, et chez Rempel et al. (1985) en termes de *fiabilité* et *sérieux*.

[80] Mishra (1996) conforte l'idée selon laquelle il existe plusieurs dimensions (ou composantes) de la confiance. La première d'entre elles est la dimension *compétence*. Kirkpatrick et Locke (1991) avaient déjà évoqué la confiance des *followers* dans les leaders pour qu'ils prennent des décisions avec compétence. La deuxième dimension qui s'intitule *ouverture* désigne à la fois la *franchise* et l'*honnêteté* de l'autre partie (Kirkpatrick & Locke, 1991). La dimension que Mishra appelle *soutien* s'appuie sur la croyance que l'autre non seulement ne tirera pas profit de sa situation (n'aura pas de comportement opportuniste), mais aussi se préoccupera de mes intérêts (Ouchi, 1981) ou de mon propre bien-être. La dernière dimension intitulée *fiabilité* s'appuie sur la cohérence entre les mots et les actions (McGregor, 1966); Kirkpatrick et Locke (1991) avaient appelé cette dimension *cohérence* ou *crédibilité*.

composantes de la confiance avancées par es travaux théoriques et conclut que globalement, deux grands ensembles constitutifs de deux grandes composantes de la confiance se dégagent : d'une part, la *composante affective* à laquelle pourraient être rattachées les *dimensions ouverture d'esprit, justice, disponibilité, bienveillance* suggérées par la littérature et d'autre part, la *composante calculée* à laquelle pourraient être rattachées les *dimensions compétence, cohérence, respect des promesses*.

Quant aux antécédents de la confiance organisationnelle, trois éléments sont régulièrement mentionnés comme étant sources de confiance : les *aptitudes* de la partie en qui on fait confiance, sa *bienveillance* et son *intégrité* (Mayer et al., 1995; Whitener, Brodt, Korsgaard et Werner, 1998) :

1. Étudiées dans le cas de la confiance organisationnelle, les *aptitudes* correspondent à l'ensemble des compétences et des caractéristiques qui permettent à l'entreprise d'avoir de l'influence sur la qualité de la relation d'emploi (Cook & Wall, 1980).
2. L'*intégrité* traduit la perception que l'entreprise adhère aux valeurs et aux principes que les salariés considèrent comme acceptables.
3. La *bienveillance* est décrite comme le degré avec lequel les salariés pensent que leur entreprise leur veut du bien, au-delà des motifs de profit égocentriques.

Tous les antécédents n'affectent pas à l'identique les perceptions et la formation de la confiance organisationnelle (Mayer, Davis, & Schoorman, 1995) car chaque source apporte un éclairage complémentaire qui permet à la confiance de se bâtir. Ainsi, « *les jugements sur les aptitudes et l'intégrité de la partie en qui on a confiance se formeraient assez vite alors que les jugements de bienveillance prendraient plus de temps à émerger dans la relation de confiance* » (*ibid.*). Par conséquence, les actions mises en place par l'entreprise pour montrer qu'elle cherche à valoriser les salariés et qu'elle est sensible à leur bien-être indiquent justement de la bienveillance de la part de l'entreprise (*ibid.*).

La perception de bienveillance est opérationnalisée à travers le concept du *soutien organisationnel perçu* proposé par Eisenberger et al. (1990) qui le défini comme « *la croyance d'un salarié à propos du degré de soin et d'attention que l'entreprise lui porte et*

---

De même, pour Whitener et al. (1998), cinq catégories de comportements influencent la mise en confiance du salarié à l'égard des dirigeants ou de leur supérieur : *cohérence, honnêteté* ou *intégrité* (qui consiste à dire la vérité et à tenir ses promesses), *délégation du contrôle* (qui passe par un partage du pouvoir de décision), *communication* (qualité des explications fournies), *manifestation du soutien* (considération et sensibilité à l'égard des besoins et intérêts des salariés).

Quant à Zaheer et al. (1998, cités par Neveu, 2004), ils caractérisent la confiance comme fondée sur trois composantes : *fiabilité*, *prévisibilité* et *justice*.

*de la façon dont elle valorise ses contributions* » (*ibid.*). Ainsi, le concept de soutien organisationnel perçu représente la perception que le salarié a de la bienveillance de l'organisation à son égard, de la manière dont l'organisation valorise ses contributions et se soucie de son bien-être, et se présente donc comme une source potentielle majeure de confiance organisationnelle (*ibid.*).

Pour Eisenberger et al. (1990) le concept de soutien organisationnel perçu dépend de la manière dont les salariés perçoivent les actions et les décisions prises par les dirigeants en matière de gestion des ressources humaines et qui seront attribuées à l'organisation selon un processus de personnification.

Deux types de pratiques-clé de gestion des ressources humaines sont source de soutien organisationnel perçu, impliquant une démonstration que l'organisation valorise et prend soin de ses employés :

1. les pratiques discrétionnaires qui impliquent et traduisent un investissement volontaire de l'organisation au bénéfice d'un employé ;
2. la reconnaissance par l'organisation des réalisations individuelles.

Les pratiques de communication et de partage de l'information ont également été validées comme étant des déterminants importants permettant de générer la perception qu'il existe un soutien organisationnel (Allen, Shore, & Griffeth, 2003), ou bien comme des antécédents directs de la confiance parce qu'elle encourage la partage et l'échange d'idées (Whitener et al., 1998).

L'actionnariat salarié, avec toutes les pratiques de communication qui accompagnent la mise en place des plans d'actionnariat salarié, peut s'avérer un dispositif important permettant à l'entreprise de montrer une forme d'engagement à l'égard des salariés, perçue par ces derniers comme une forme de « *soutien organisationnel* » ce qui peut avoir une influence dans la formation de leur propre engagement organisationnel.

En effet, communiquer ouvertement traduit l'importance que l'entreprise accorde aux salariés. Cette communication (à travers la fréquence, son contenu, ses modalités) reflète une pratique discrétionnaire qui met les salariés au cœur des réalisations organisationnelles (Guerrero & Herrbach, 2009). Foa et Foa (1974)[81] considèrent par

[81] Foa et Foa (1974) identifient six ressources que l'on peut échanger : le statut, l'amour, l'information, les biens, les services, l'argent. Les ressources qualifiées de « *particulières* » (par opposition aux « *universelles* ») sont celles qui favorisent les échanges sociaux réciproques. Selon Foa et Foa, l'amour (ou l'intérêt porté à quelqu'un) et l'information sont les deux ressources qui sont les plus « *particulières* ». Ils considèrent ainsi que les pratiques de communication ont un effet positif tant sur le soutien organisationnel perçu que sur la confiance organisationnelle.

ailleurs que le partage de l'information est une ressource majeure qui est échangée pour construire une relation de confiance durable.

L'effet positif entre le *soutien organisationnel perçu* et *l'implication organisationnelle affective* des salariés a été largement démontré dans les recherches antérieures (Eisenberger et al., 1990; Gallois, 2007), le soutien organisationnel perçu ayant aussi un effet positif sur la confiance organisationnelle.

A partir de leur expérience de travail, les salariés ont confiance dans la volonté de l'organisation de reconnaître et de récompenser leurs efforts au travail, et l'actionnariat salarié peut ainsi renforcer cette *confiance organisationnelle* grâce à un effet médiateur de leur perception du soutien organisationnel.

Les effets du *soutien organisationnel perçu* sur la *volonté de quitter l'entreprise* ont été également analysés et les résultats des recherches antérieures mettent en évidence un lien négatif clairement significatif (Eisenberger et al., 1990). Allen et al. (2003) ont même établi que *l'implication organisationnelle affective* joue un rôle médiateur entre le *soutien organisationnel perçu* et *l'intention de départ* des salariés, conformément aux nombreux travaux sur l'effet négatif de *l'implication organisationnelle affective* sur *l'intention de départ* des salariés.

Dès lors, la question de l'articulation de ces deux concepts centraux - la *confiance* et *l'implication organisationnelle* – se pose car nous remarquons une forte proximité au regard de leurs déterminants et de leurs incidences.

En effet, tant *l'implication* que la *confiance organisationnelle*, les deux concepts ont la particularité de se bâtir sur le long terme car le processus de leur construction et de leur développement nécessitent du temps pour leur mise en oeuvre. D'ailleurs, Campoy et Neveu (2007) considèrent que le développement de l'implication organisationnelle apparaît quand le salarié considère que ses relations avec son organisation sont basées sur l'équité, la justice et la loyauté. Malgré le peu de recherches réalisées sur le lien entre la *confiance* et *l'implication organisationnelle*, quelques travaux récents ont néanmoins mis en évidence une relation entre ces deux concepts, considérant la confiance comme une « clef » pour le développement de l'implication, surtout l'implication affective des salariés qui manifestent davantage de loyauté envers leur organisation (Couteret, 1998 ; Campoy et Neveu, 2007 ; Cook et Wall, 1980).

En conséquence, la défiance entraîne par contraste une diminution de l'implication organisationnelle des salariés, mais surtout des coûts non quantifiables générés par la non exploitation des potentiels. Par ailleurs, les salariés ne se sentent plus concernés par les objectifs de l'entreprise dès lors que, de leur point de vue, l'entreprise n'est pas digne de

confiance et le système ne récompense pas leurs efforts. En somme, il existerait donc une relation significative entre ces deux concepts qui prendrait la forme d'une causalité.

## LE ROLE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE DANS LA VISION COGNITIVE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Poulain-Rehm (2006) considère que le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises est susceptible de s'exercer à un double niveau : de manière formelle d'une part, par la participation des salariés actionnaires aux instances de représentation et de décision de la firme ; de manière informelle d'autre part, par l'instauration d'un régime de confiance.

Le thème de l'actionnariat salarié apparaît ainsi de manière récurrente dans les débats sur le rôle clef de la connaissance dans les nouveaux modes de concurrence : favorisant l'engagement des individus, l'actionnariat salarié serait devenu un élément déterminant de la compétitivité (Rebérioux, 2003).

Afin d'enrichir notre analyse du rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance de la firme contemporaine, il nous a ainsi semblé opportun d'élargir notre assise théorique en nous tournant vers la perspective cognitive de la gouvernance qui permet de « *dépasser le pouvoir explicatif limité du courant juridico-financier dominant* » (Charreaux, 2005, p.2).

Dans une vision cognitive de la gouvernance, il faut tenir compte du fait que l'efficience du processus de création de valeur ne vient pas exclusivement de sa propension à résoudre les conflits d'intérêts liés aux asymétries d'information, mais aussi de son aptitude à orienter l'activité de la firme en relation avec la vision de ses dirigeants, à créer et à protéger un répertoire de connaissances destiné à générer de nouvelles sources d'investissements rentables, à mieux coordonner l'activité productive par une exploitation et un transfert des connaissances acquises et enfin à résoudre des conflits cognitifs inhérents au fait que les acteurs ont au sein de la firme des schémas mentaux, voire des valeurs différentes (Charreaux, 2002a, 2002b).

Dans cette approche cognitive de la gouvernance d'entreprise, qui emprunte aux théories cognitives de la firme, parmi lesquelles les théories des ressources et des compétences issues des recherches de Penrose (1959) , le conseil d'administration se voit attribuer un rôle dans la production de nouvelles opportunités, il contribue au processus d'innovation.

Comme nous l'avons démontré dans les analyses précédentes, la théorie juridico-financière dominante basée sur une vision contractualiste de la firme souffre de certaines lacunes qui ne nous permettent pas de limiter l'examen de notre objet d'étude qui est l'actionnariat salarié au seul cadre théorique néo-classique de la firme.

Les travaux de Charreaux soulignent le fait que toutes les transformations récentes de l'organisation économique remettent en cause le modèle de la grande firme intégrée, qui a inspiré les premières réflexions sur la gouvernance d'entreprise. La compétitivité de la firme intégrée est principalement due à sa capacité à financer la masse importante d'actifs physiques nécessaires à la mise en oeuvre de stratégies fondées sur les économies d'échelle. Du coup, à partir du moment où les avantages concurrentiels reposent prioritairement sur la capacité d'innovation liée au capital humain spécifique, ce changement modifie les enjeux de la gouvernance d'entreprise (Rajan & Zingales, 1998), car les problèmes que l'on doit résoudre changent dès lors de nature.

Si la maximisation de la valeur actionnariale est synonyme d'efficience dans une économie où la compétitivité est fondée sur capital financier, cette équivalence semble rompue dans la nouvelle économie de la connaissance où l'innovation, liée à la qualification du capital humain et au développement du capital intellectuel de la firme, devient le facteur critique.

La préoccupation de la gouvernance n'est plus exclusivement financière ni disciplinaire ; elle doit, plus largement, pérenniser les relations avec les ressources clés (dans une perspective socio-cognitive des enjeux actuels de la gouvernance d'entreprise), en leur attribuant une part de la rente organisationnelle (Charreaux, 2002a), à travers l'actionnariat salarié par exemple. Du coup, l'analyse du rôle du mécanisme de l'actionnariat salarié dans la gouvernance de la firme doit être renouvelée pour intégrer ces nouveaux arguments.

Dans cette perspective, le rôle cognitif de l'actionnariat salarié ne se limite plus à l'exercice des droits plus ou moins formels visant à renforcer le contrôle des dirigeants, mais cherche à contribuer au développement des compétences des salariés, qui ont un rôle clé à jouer dans la détection de nouvelles opportunités d'investissement en contribuant ainsi à la création de valeur de la firme.

Plus particulièrement, Lazonick et O'Sullivan (2000), dans le cadre de leur réflexion sur la firme innovatrice, analysent le système de gouvernance en fonction de sa capacité à encourager les stratégies de développement de l'apprentissage organisationnel.

Cela les conduit à recommander par exemple que le conseil d'administration comprenne des représentants de toutes les parties prenantes de la firme (salariés, entreprises, institutions financières, collectivités publiques) qui peuvent prouver qu'elles ont un intérêt

direct à ce que la firme investisse pour développer l'apprentissage organisationnel (Charreaux, 2002b).

### A. Actionnariat salarié et l'approche cognitive de la gouvernance

Dans le contexte actuel de l'économie de la connaissance, l'approche cognitive de la gouvernance développée par Charreaux (2002a, 2002b) s'écarte de l'approche juridico-financière classique de la gouvernance reposant sur une conception différente de la firme. Celle-ci n'est plus seulement modélisée comme un nœud de contrats mais également comme un « *répertoire de connaissances* », les deux conceptions n'étant pas nécessairement incompatibles.

La base théorique de cette représentation diffère également. Elle puise son inspiration dans les théories cognitives dont nous avons présenté les principes fondamentaux, en prenant fortement appui sur la théorie stratégique des ressources et compétences.

Au sein de ce courant, la source de l'efficience n'est plus disciplinaire, mais cognitive. Ce qui fonde en premier l'efficience d'une firme, son aptitude à créer de la valeur, c'est sa *capacité à réduire les conséquences des conflits cognitifs* et *à innover*. Le fondement de l'efficience n'est plus de type allocatif et statique – la meilleure utilisation possible des ressources (*répartition de la rente*) – mais de type productif, adaptatif et dynamique (focus sur la *création de la rente*). L'objectif est d'assurer une création de valeur durable en particulier *via* la construction de nouvelles opportunités de croissance.

Ce courant conduit à reconsidérer le rôle de la gouvernance en fonction de sa capacité à identifier et à mettre en oeuvre les investissements créateurs de valeur. Les deux perspectives se complètent et peuvent s'enrichir mutuellement. Il est d'ailleurs difficile de supposer qu'on puisse analyser les questions d'appropriabilité indépendamment de la contribution des différents acteurs économiques à la création de valeur.

Pour que la gouvernance puisse contribuer efficacement à améliorer le potentiel de création de valeur – que la valeur soit actionnariale ou partenariale – des entreprises, il ne suffit pas de se préoccuper des systèmes disciplinaires juridico - comptables visant à éviter les spoliations, il faut également prendre conscience des effets des systèmes de gouvernance sur les dimensions managériale et perceptive de la création de valeur, qui jouent vraisemblablement un rôle au moins aussi important.

L'analyse du mécanisme de l'actionnariat salarié peut ainsi être approfondie à travers une approche socio-cognitive de l'entreprise qui considère que l'enjeu de la gouvernance se

trouve dans la création même de la valeur. En effet, les travaux de Charreaux (2002a, 2002b ; 2003) développent le *rôle cognitif de l'actionnaire* et, dans cette perspective, la gouvernance d'entreprise est vue comme l'ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation.

Tandis que les théories juridico-financières confèrent à la firme un rôle essentiellement disciplinaire, l'approche socio-cognitive considère la firme comme un *processeur* et un *répertoire de connaissances*. La différence majeure entre ces deux approches réside dans l'investigation des processus qui mènent à la création de valeur, et non plus uniquement à la répartition de la valeur créée (Williamson, 1999).

L'importance accordée au caractère collectif de la création de la rente permet notamment de mieux comprendre la place et le rôle des administrateurs internes et notamment des *administrateurs représentants des actionnaires salariés qui sont présents, non seulement pour défendre leurs investissements spécifiques, mais également pour apporter de l'information* afin d'accroître la création de valeur.

Dans cette approche cognitive de la gouvernance, le rôle du conseil ne se limite plus à surveiller les dirigeants au profit des actionnaires, il intervient pour protéger l'ensemble des relations créatrices de valeur, préserver et accroître le caractère productif du nœud de contrats, soit en assurant un partage suffisamment équitable et incitatif entre les différents partenaires, soit en apportant une expertise (Charreaux, 2000a).

L'approche cognitive de la gouvernance nous permet de raisonner en termes de coûts cognitifs qui peuvent être définis comme les coûts résultant de l'incompréhension mutuelle entre les dirigeants et les autres parties prenantes (Wirtz, 2005). Ils comprennent les pertes de valeur liées aux dysfonctionnements dus à l'incompréhension, ainsi que l'ensemble des coûts devant être engagés pour surmonter les différences dans l'appréciation des opportunités stratégiques (temps et moyens consacrés à la discussion, à l'explication, etc.).

L'actionnariat salarié pourrait ainsi stimuler la formation des décisions et la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux par *la réduction des conflits et / ou des coûts cognitifs au sein de l'entreprise*. Dès lors, l'analyse de l'actionnariat salarié à travers la vision cognitive de la gouvernance nous amène à nous intéresser à *la création et à l'échange des ressources cognitives* (ensemble d'informations, de connaissances théoriques et de compétences pratiques) entre les salariés actionnaires d'un coté et les dirigeants et les autres actionnaires de l'autre côté, afin de savoir si effectivement l'actionnariat salarié peut entraîner un avantage concurrentiel durable et par conséquent - créer de la valeur pour l'entreprise.

L'analyse de l'actionnariat salarié en termes de gouvernance cognitive s'articule autour de la question de la création des opportunités d'investissement grâce à une meilleure implication des salariés - actionnaires. Ainsi, un argument en faveur de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié au sein de l'entreprise serait le fait que les salariés, proches des sources d'information, peuvent permettre la détection plus rapide des opportunités d'investissement, ce qui est une source d'avantage concurrentiel indéniable pour l'entreprise dans le contexte actuel de la mondialisation (Charreaux, 2007).

Comme souligné par Poulain-Rehm (2006), la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié au sein de l'entreprise trouve aussi sa justification théorique dans *l'instauration d'un climat de confiance* qui s'avère être un facteur de création de valeur, bénéfique à la coopération productive au sein de l'entreprise.

### B. L'actionnariat salarié améliore la prise de décisions stratégiques par le conseil d'administration

L'approche cognitive de la stratégie d'entreprise, qui connaît un essor considérable aujourd'hui, mais est encore relativement peu connue en France, s'appuie sur le postulat suivant : l'une des clefs du processus stratégique, peut-être la seule, réside dans la pensée des dirigeants, dans ses contenus et dans ses mécanismes (H. Laroche, 2001; H. Laroche & Nioche, 2006). L'originalité de ce courant de recherche vient du fait que l'on regarde « *les individus comme des agents acquérant, traitant et échangeant des informations* » (H. Laroche & Nioche, 2006, p.83). Cette approche comporte trois registres d'analyse : partant de l'individu, on s'intéresse ensuite à l'organisation du traitement de l'information, avec un questionnement des anticipations, croyances et représentations (Munier & Orlean, 1993), puis en termes de stratégie, le curseur de l'analyse est déplacé successivement de l'information stratégique, à la formation des comportements stratégiques, et à leurs conséquences sur les changements stratégiques effectifs, de manière interactive et dynamique. Contrairement aux hypothèses de rationalité et de calcul de la théorie des jeux, les travaux de recherche sur les processus cognitifs suggèrent que les acteurs économiques sont victimes de biais et d'erreurs dans l'appréhension des éléments nécessaires pour la prise de décision stratégique. Ces écarts de la pensée par rapport au modèle rationnel sont appelés « *biais cognitifs* » (Charreaux, 2002a; Schwenk, 1984).

L'application de ces travaux issus des recherches en management stratégique au champ de la gouvernance d'entreprise apporte un éclairage complémentaire et vient conforter l'importance du rôle cognitif de l'actionnariat salarié parmi les différents mécanismes de gouvernance. Ces recherches avaient mis en avant l'influence des biais cognitifs sur la prise de décisions par les dirigeants (Schwenck, 1984) ainsi que la nécessité de « *débiaiser* » le processus de prise de décisions stratégiques au sein des entreprises (éviter que des décisions biaisées puissent se former) et de la notion de « *correction cognitive* » (éviter que des décisions biaisées puissent être exécutées et entrainer des erreurs dommageables).

Cette perspective permet d'expliquer la présence nécessaire des représentants des actionnaires salariés au conseil d'administration des entreprises. En fait, le conseil d'administration peut influencer les schémas cognitifs des dirigeants (Forbes & Milliken,

1999) de deux façons différentes : *biaiser les décisions* des dirigeants ou bien au contraire, être un *outil de débiaisage* lors du processus de prise de décision[82].

Cette approche permet d'envisager la composition du conseil d'administration sous un angle différent par rapport à la vision soutenue par la perspective disciplinaire (Charreaux, 2005). Certains auteurs considèrent ainsi qu'il est préférable de mettre en place des conseils d'administrateurs mixtes (administrateurs internes et externes) parce que ces deux catégories influencent différemment les biais des dirigeants (Langevoort, 2001).

A la lumière des arguments que nous venons d'évoquer, nous nous apercevons que l'actionnariat salarié retrouve sa légitimité dans la vision cognitive du système de gouvernance d'entreprise, sa présence étant importante pour la constitution d'un conseil d'administration hybride sensé dépasser la fonction disciplinaire mise en avant par les défenseurs de la gouvernance actionnariale, tout en renforçant le rôle cognitif du conseil d'administration.

Par conséquence, le rôle de l'actionnariat salarié dans la transmission des informations entre les salariés actionnaires et les dirigeants pourrait se révéler important, *apportant une aide précieuse à la prise de décision stratégique par les dirigeants*.

Charreaux (2005, p. 18) souligne ainsi que sur le plan normatif, la prise en compte des biais cognitifs peut également conduire à préconiser des mesures concernant la composition des conseils d'administration afin de corriger les biais cognitifs des décideurs, parce que les administrateurs internes ont un rôle cognitif très important à jouer à cet égard, tandis que leur rôle disciplinaire s'avère être assez limité pour des raisons de subordination hiérarchique. L'auteur rappelle que lors de la crise du Crédit Lyonnais (Charreaux, 1997) les administrateurs salariés avaient été les premiers et quasiment les seuls à donner l'alerte concernant les risques inhérents à certaines prises de décisions. Les explications avancées par l'auteur sont multiples:

> *a/ les administrateurs représentants des actionnaires salariés ont accès à des informations que les administrateurs externes ne possèdent pas*

[82] Charreaux (2002a) rappelle que pour accéder à une conception plus neutre des biais, il faut renoncer au mode de raisonnement traditionnel qui conduit, comme l'a si bien souligné Demsetz (1988; 1985), à considérer que ce qui n'est pas idéal est inefficient, c'est-à-dire à tomber dans le piège de la référence fallacieuse au Nirvana. La perspective de la remédiabilité, selon le terme proposé par Williamson (1999), offre une alternative. Cette perspective considère qu'une situation existante est efficiente à moins qu'on puisse décrire et mettre en oeuvre une alternative réalisable permettant d'obtenir un gain net (déduction faite des coûts de mise en oeuvre). On est ainsi conduit à retenir comme référence, non pas une norme idéale (et inconnaissable dans la réalité), mais une réalité existante.

*b/ en s'appuyant sur ces informations internes, ils pouvaient interpréter autrement les actes et les annonces des dirigeants, en les comparant à la réalité de la situation telle que vécue en interne*

*c/ ils ont été plus aptes à prendre conscience des biais d'optimisme et de surconfiance dont étaient affectés les principaux dirigeants de l'entreprise.*

Même si pour l'instant l'approche cognitive de la gouvernance a donné lieu à relativement peu d'études concernant directement la composition du conseil d'administration, elles apportent un nouvel éclairage quant au rôle du conseil d'administration qui doit également faciliter le développement de compétences et aider à la construction de nouvelles options stratégiques.

Une telle perspective conduit à des prédictions différentes de celles issues de la perspective contractualiste traditionnelle. Ainsi, la question de la composition du conseil d'administration reçoit une réponse originale. Si dans la perspective financière, la performance dépend du contrôle du dirigeant par le conseil d'administration qui, en conséquence, devrait être composé très majoritairement d'administrateurs indépendants, dans la perspective socio-cognitive de la firme, le conseil d'administration doit être composé en priorité des administrateurs pouvant contribuer au mieux à la création de compétences dynamiques et aider le dirigeant à concevoir une vision facilitant l'apprentissage organisationnel (Charreaux, 2002a).

L'auteur souligne que dorénavant, les qualités demandées aux administrateurs ne se conçoivent plus alors en termes d'indépendance et d'expertise en matière de contrôle, selon la distinction interne/externe, mais en fonction des contributions cognitives pouvant s'intégrer dans un projet collectif[83].

Dans ce cadre socio-cognitif de la firme, la présence des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration salarié est à considérer comme nécessaire pour « *débiaiser* » la réflexion des dirigeants ou des administrateurs externes à l'entreprise, ceci afin d'améliorer la qualité de la prise des décisions stratégiques.

Selon Charreaux, l'analyse des mécanismes de gouvernance doit dorénavant adopter comme point de départ l'hypothèse qu'ils ont pour rôle de réduire les conséquences des conflits d'intérêts entre parties prenantes tout en en tenant compte des biais

[83] À ce titre, le critère de diversité du conseil devient beaucoup plus important que le critère d'indépendance. Goodstein, Gautam et Boeker (1991) ont démontré ainsi que si la diversité des membres du conseil d'administration a un effet significatif sur les changements de stratégie dans les environnements turbulents ; inversement, la proportion d'administrateurs externes n'a pas d'effet significatif sur l'importance de ces changements.

comportementaux qui les affectent. Par exemple, il est certain que l'intervention d'administrateurs salariés peut agir sur les biais des dirigeants en leur faisant mieux percevoir les conséquences sociales de leurs décisions. Dans cette hypothèse, si les coûts d'agence avec les salariés et, plus généralement, les parties partenaires autres que les investisseurs se trouvent réduits, il peut, en revanche, en résulter un accroissement des coûts d'agence avec les actionnaires. Le résultat en termes de surplus global, de « valeur partenariale », est difficilement prévisible au vu de l'imbrication des conflits d'intérêts et des dimensions comportementales, c'est difficilement modélisable en effet, vu la complexité des facteurs en jeu.

Toutefois, contrairement au cadre disciplinaire traditionnel de la firme, qui ignore l'action sur la création de valeur par la voie cognitive (la construction notamment des opportunités d'investissement), dans l'approche cognitive de la gouvernance qui intègre une conception plus dynamique de l'efficience, la gouvernance doit aider la firme à construire des stratégies permettant de créer de la valeur de façon durable et les administrateurs représentants des actionnaires salariés peuvent également jouer un rôle positif. Leur présence au conseil d'administration permet d'accroitre le potentiel de création de valeur, en facilitant le partage et la transmission de l'information et de la connaissance spécifiques, favorisant ainsi l'innovation.

La perspective socio-cognitive de la firme peut également conduire à préconiser des mesures en matière de composition du conseil d'administration afin de corriger les biais cognitifs des décideurs, les administrateurs internes ayant un rôle important à jouer à cet égard, alors que leur rôle disciplinaire ne peut être que limité pour des raisons de subordination.

De plus, certaines mesures au cœur de la conception disciplinaire de la gouvernance seraient à même de renforcer les biais comportementaux (Paredes, 2005). Par exemple, le niveau élevé des rémunérations, qui résulte de la mise en place des systèmes incitatifs (bonus, stock options), amplifierait le sentiment de surconfiance des dirigeants en leur adressant un signal très positif sur leurs compétences.

Plus largement, l'instauration systématique de garde-fous aurait un effet similaire en donnant l'illusion aux dirigeants qu'ils sont prémunis contre tous les types d'erreurs. Or, comme le souligne Roe (2003), dans sa critique du modèle juridico-financier de la gouvernance, les garde-fous, notamment juridiques, visent principalement à protéger contre les comportements peu scrupuleux des dirigeants et non contre leurs erreurs de jugement. Si ces mécanismes parviennent à réduire les coûts d'agence dus à

l'opportunisme, ils échouent à corriger les erreurs de gestion se manifestant, par exemple, par une exploitation sous-optimale des opportunités d'investissement.

Au niveau interne des biais cognitifs des dirigeants, il suffit de considérer le rôle des autres catégories de parties prenantes dans la formation desdits biais. De même que la formation des schémas cognitifs des dirigeants est influencée par les actionnaires (en particulier, les dominants), la participation – même passive sous forme d'une simple influence – des salariés et d'autres parties prenantes (créanciers, clients, fournisseurs, partenaires, collectivités...) à l'élaboration des décisions conditionne les biais cognitifs des dirigeants et, à l'occasion, le contexte émotionnel (décisions de licenciement, fermeture d'établissement, etc.).

L'action des différents mécanismes de gouvernance peut alors s'analyser en fonction de leur incidence sur les coûts d'agence et les biais comportementaux. De nouveau, l'étude du conseil d'administration peut s'en trouver renouvelée, tant au niveau du rôle des administrateurs salariés que de celui des administrateurs représentant certains partenaires comme les banquiers ou des clients, fournisseurs ou sous-traitants. Comparativement à la perspective juridico-financière, l'originalité se situe dans l'éclairage porté aux conséquences des décisions pour les autres parties prenantes.

Pour résumer, l'aménagement le plus inédit de la vision socio-cognitive de la gouvernance d'entreprise, intervient dans l'analyse du levier cognitif de la création de valeur, en intégrant l'analyse de l'influence du rôle cognitif des actionnaires, sur la base d'une représentation théorique de la firme qui, si elle n'écarte pas la figure du nœud de contrats, retient également son rôle de processeur ou de répertoire de connaissances Charreaux (2002b).

Dans la vision cognitive de la gouvernance, le rôle essentiel du système de gouvernance consiste alors à protéger les dirigeants contre les erreurs liées à certains *biais cognitifs* (trop d'optimisme, surconfiance). Ainsi, la composition et les rôles observés du conseil d'administration peuvent mieux s'appréhender dans cette perspective, notamment le rôle qu'il joue dans l'élaboration et le contrôle de la stratégie, d'où l'importance accordée au critère de la compétence, qui vient justifier la présence au conseil des administrateurs représentants des actionnaires salariés.

En outre, Desbrières (1997b) souligne que la participation aux instances de représentation et de décision non seulement introduit des possibilités de prise de parole des salariés actionnaires, ce qui favorise la stabilité de la coalition, mais contribue également à donner un caractère préventif au système de gouvernement d'entreprise et à décourager les tentatives de collusion entre les dirigeants et les administrateurs externes.

L'auteur ajoute dans ce cadre, que la présence au conseil de salariés en raison de leur qualité d'actionnaires revêt plus d'intérêt qu'une simple participation institutionnelle, dans la mesure où leur contrôle dépend désormais de la valeur de leur portefeuille d'actions : elle contribue à réduire le différentiel de pouvoir entre les dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise, favorisant ainsi l'émergence d'une coalition coopérative. L'ensemble de ces avantages connus à la participation des salariés actionnaires au conseil permet de penser que cette dernière favorise la création de valeur (actionnariale et partenariale) *via* l'actionnariat salarié.

Aussi, la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration de l'entreprise permet le partage d'une information pertinente et favorise, selon Smith (1991), la réduction de l'asymétrie d'information supportée par les actionnaires externes.

En revanche, les représentants des salariés actionnaires peuvent aussi créer des conflits cognitifs en raison des contraintes qu'ils pourraient imposent aux dirigeants en matière de conception et de mise en œuvre de la stratégie, par exemple en exigeant une focalisation sur le cœur de métier (Charreaux, 2002).

Notre recherche cherche à mobiliser ici une théorie large de la gouvernance, de type « *cognitive et partenariale* », cette intégration étant néanmoins plus complexe car il faut prendre en compte l'incidence de cette perspective d'une part sur les deux leviers (disciplinaire et cognitif) de la création de valeur, d'autre part, sur les relations conflictuelles (au sens où les intérêts divergent) entre les différentes parties prenantes.

Cette nouvelle perspective réussit toutefois à mieux éclairer le rôle et les enjeux de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises de la nouvelle économie de la connaissance.

Toutefois, comme nous l'avons vu dans ce chapitre, les théories cognitives de la gouvernance accordent beaucoup d'attention aux conflits cognitifs et axiologiques, différents des conflits d'intérêts (Charreaux, 2002b, 2006, 2009a; Stevenot, 2005; Wirtz, 2002a, 2002b).

Nous pouvons avoir l'impression que compte tenu de la place importante occupée par la volonté de résolution des conflits en théorie financière en général et en gouvernance d'entreprise en particulier, le système de gouvernance idéal aurait comme mission de réduire tous les types de conflits au sein de l'entreprise.

Néanmoins, il s'avère que les conflits cognitifs ne sont pas forcément néfastes pour la création de valeur par l'entreprise : en effet les recherches récentes démontrent que l'existence de différents schémas cognitifs est source d'innovation pour l'entreprise

(Charreaux, 2002b, 2010; Wirtz, 2002a). Il peut être sousefficient de vouloir supprimer les conflits cognitifs, au contraire – il serait mieux de chercher à faciliter la coordination et l'échange entre les différents schémas cognitifs, et c'est aussi le rôle de l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise.

### C. Les apports de la théorie de l'intendance pour l'étude du mécanisme de l'actionnariat salarié

La théorie de l'intendance se propose d'envisager les situations où le dirigeant donne la primeur à l'intérêt général. Une telle situation devient envisageable lorsque le manager recherche son accomplissement personnel, conformément à la *théorie Y* (Argyris, 1973a, 1973b; McClelland, 1970; McGregor, 1960, 1966). Sous réserve que l'on aménage un système de gouvernance favorisant la confiance et l'autonomie, les actions du manager sont alors guidées par son sens du devoir, et la recherche d'une satisfaction personnelle au travers de la réussite durable de l'organisation qu'il dirige.

Dans de telles circonstances, la théorie de l'agence devient inopérante, voire même contre-productive, si l'on admet que certains systèmes de contrôle du dirigeant, mis en place dans une optique de l'agence, peuvent entraîner un climat de suspicion globalement négatif. Certains auteurs évoquent même le piège induit par la *prophétie auto-réalisatrice* du cadre théorique contractuel : à force de généraliser l'hypothèse théorique de l'opportunisme des agents économiques, ils risquent de le devenir en réalité (Argyris, 1973b; Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). Comment espérer que des logiques de coopération, indispensables à l'action collective au sein de la firme, puissent-elles s'établir dans ce cas ?

Notre analyse théorique de l'actionnariat salarié dans le prisme d'une vision socio-cognitive de la firme a mis en évidence la nécessité de s'intéresser aux conditions de facilitation de la coopération et de l'action collective au sein de la firme.

Nous avons mis en évidence qu'en présence d'une philosophie de management humaniste caractérisée par une implication philosophique des dirigeants forte vis-à-vis de l'actionnariat salarié, le mécanisme de l'actionnariat salarié peut favoriser le partage des informations et la création de nouvelles connaissances.

Sous cette condition, la mise en place d'un dispositif d'actionnariat salarié a de fortes chances d'être perçue comme une forme de soutien organisationnel par les salariés, ceci peut aussi créer un sentiment d'actionnariat psychologique, ces deux facteurs ayant été identifiés comme étant des antécédents importants de la confiance et de l'implication organisationnelle.

*

*  *

## SYNTHESE 2

Ce 2ième chapitre théorique cherche à dépasser les limites de la vision contractualiste relevées à la fin de notre premier chapitre en ce qui concerne l'analyse du mécanisme de l'actionnariat salarié, et notamment la non prise en compte suffisante des conditions fondamentales et indispensables à la *coopération* et à la *coordination des acteurs* au sein de l'entreprise, facilitatrices de *l'action collective*, qui sont les questions de l'*apprentissage*, de l'*innovation* et de la *confiance organisationnelle*.

Pour ce faire, notre analyse théorique de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises françaises cotées a été approfondie dans une logique socio-cognitive de la firme, en croisant les apports de *l'approche basée sur les ressources* et de la *théorie des réseaux sociaux*. Ces développements théoriques s'inscrivent dans le nouveau champ de recherches consacré aux *études sociales de la finance* (« *Social Studies of Finance* ») qui propose un regard original sur les marchés financiers et le comportement des agents économiques partant du constat que le monde complexe de la finance contemporaine dépasse le domaine des sciences économiques. L'évolution du phénomène de l'actionnariat salarié peut ainsi être interprétée dans le contexte actuel non plus comme une « *entrave à la logique néo-classique* » de la firme, mais plutôt comme une réponse aux défis de la nouvelle structuration des relations économiques au sein des entreprises face à la mondialisation des échanges en ce début du 21ième siècle.

A la lumière de cette perspective théorique, le dispositif de l'actionnariat salarié peut finalement être analysé comme étant une institution, c'est-à-dire un moyen de *coordination des interactions sociales* au sein de l'entreprise, basé sur le développement de la *confiance organisationnelle*.

Nous avons étudié l'impact potentiel de l'actionnariat salarié sur la création et l'entretien du *capital social* de l'entreprise, ainsi que le rôle que peut jouer l'actionnariat salarié dans le renforcement de son *capital humain*, ces deux éléments étant essentiels au maintien et au développement du *capital intellectuel* de la firme.

En effet, l'actionnariat salarié apparaît comme un antécédent du capital social organisationnel à travers son influence possible sur les trois facteurs le composant qui sont notamment 1) l'existence d'objectifs et de valeurs partagés par l'ensemble des membres de l'entreprise, 2) l'implication des membres dans l'atteinte des objectifs collectifs, 3) l'existence d'une relation de confiance entre eux (Leana et Van Buren, (1999).

Les entreprises ayant choisi de mettre en place un système d'actionnariat salarié cherchent à favoriser la coopération et l'action collective indispensables à la construction du capital intellectuel de la firme. L'actionnariat salarié étant par définition d'abord un mode de rémunération différée de la performance collective, permettant d'intégrer la spécificité de la gestion du capital humain dans la stratégie de la création de valeur de la firme, il remplit par ailleurs parfaitement son rôle d'élément « *producteur* » de capital social au sein de l'organisation. Nous estimons ainsi que, sous certaines conditions, la mise en place *récurrente* des plans d'actionnariat salarié par les grandes entreprises françaises a aussi pour but de construire et de renforcer une relation de confiance entre les salariés et l'entreprise, permettant de préserver voire développer leur capital social.

L'actionnariat salarié, avec toutes les pratiques de communication qui accompagnent la mise en place des plans d'actionnariat salarié, peut s'avérer un dispositif important permettant à l'entreprise de montrer une forme d'engagement (ou de bienveillance) à l'égard des salariés. Ce qui serait perçu par ces derniers comme une forme de « *soutien organisationnel* » et permettrait de voir émerger un « *sentiment d'actionnariat psychologique* », ces deux concepts ayant été identifiés comme des variables médiatrices de la relation entre l'actionnariat salarié et l'implication organisationnelle des salariés.

Les travaux relevant de l'approche socio-cognitive de la firme illustrent ainsi le fait que l'actionnariat salarié aurait un impact positif sur la performance organisationnelle grâce à l'association de trois effets inter reliés, notamment la <u>création d'intérêts communs</u>, le <u>sentiment d'appartenance</u> et <u>l'implication</u> <u>organisationnelle des salariés</u> et le <u>sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés</u>.

Une *implication philosophique des dirigeants* « forte » envers l'actionnariat salarié serait donc une des conditions indispensables à la cristallisation de ces différents effets positifs supposés par l'état de l'art théorique et partiellement démontrés par les recherches empiriques focalisées sur l'impact socio-cognitif de la mise en place de l'actionnariat salarié au sein de la firme. Cette *implication philosophique des dirigeants* « forte » se rapproche beaucoup des principes de la philosophie du management « *humaniste* » évoquée par Arnaud (2006), fondée sur un sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés.

Par ailleurs, l'approche cognitive de la gouvernance d'entreprise considérant simultanément la *dimension conflictuelle* <u>et</u> la *dimension coopérative* dans l'analyse de l'efficacité des

mécanismes de gouvernance, cette perspective permet d'expliquer la présence nécessaire des représentants des actionnaires salariés au conseil d'administration des entreprises. L'actionnariat salarié retrouve ainsi sa légitimité dans la vision cognitive du système de gouvernance d'entreprise, sa présence étant importante pour la constitution d'un conseil d'administration hybride sensé dépasser la fonction disciplinaire mise en avant par les défenseurs de la gouvernance actionnariale, tout en renforçant le rôle cognitif du conseil d'administration. Par conséquence, le rôle de l'actionnariat salarié dans la transmission des informations entre les salariés actionnaires et les dirigeants pourrait se révéler essentiel, *apportant une aide précieuse à la prise de décision stratégique par les dirigeants*.

L'importance accordée au caractère collectif de la création de la rente permet notamment de mieux comprendre la place et le rôle des administrateurs internes et notamment des *administrateurs représentants des actionnaires salariés qui sont présents, non seulement pour défendre leurs investissements spécifiques, mais également pour apporter de l'information* afin d'accroître la création de valeur. L'actionnariat salarié pourrait ainsi stimuler la formation des décisions et la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux par *la réduction des conflits et / ou des coûts cognitifs au sein de l'entreprise*. Dès lors, l'analyse de l'actionnariat salarié à travers la vision cognitive de la gouvernance nous a permis d'appréhender *la création et à l'échange des ressources cognitives* entre les salariés actionnaires d'un coté et les dirigeants et les autres actionnaires de l'autre côté. Comme souligné par Poulain-Rehm (2006), la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié au sein de l'entreprise trouve finalement sa justification théorique dans *l'instauration d'un climat de* confiance qui s'avère être un facteur de création de valeur, bénéfique à la coopération productive au sein de l'entreprise.

Pour conclure, la prise en compte des aspects socio-cognitifs dans l'analyse de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur par la firme permet d'intégrer les deux pans de travaux de recherche cloisonnés jusqu'à présent et notamment, les <u>études consacrées à l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance financière de la firme</u> d'une part et <u>celles focalisées sur les aspects cognitivo-comportementaux</u> (attitudes et/ou comportements des salariés) d'autre part, dans un cadre théorique élargi, mais qui trouve en définitive une vraie cohérence (cf. chapitre 4).

Puis, il faut également insister sur deux conséquences qui nous semblent potentiellement très positives pour les futures recherches en finance et en gouvernance d'entreprise et, plus largement, en sciences de gestion :

1) l'ouverture vers une approche socio-cognitive de la firme peut conduire à un rapprochement entre les champs de la finance et du management stratégique, ce qui peut faciliter un enrichissement mutuel ;

2) ce développement peut permettre de mener des analyses plus approfondies des nouvelles formes organisationnelles actuelles que le cadre théorique traditionnel n'est pas en mesure d'intégrer sans une remise en cause de certains de ses postulats fondamentaux.

# CHAPITRE 3. REVUE DE LA LITTERATURE EMPIRIQUE SUR LE LIEN ACTIONNARIAT SALARIE - PERFORMANCE

Dans ce troisième chapitre nous allons passer en revue les différentes études empiriques qui ont été réalisées sur le sujet de l'actionnariat salarié et son lien avec la performance financière et organisationnelle des entreprises ayant mis en place des plans d'actionnariat salarié.

Pour ce faire, nous allons nous appuyer en grande partie sur la revue de littérature extrêmement détaillée qui a été réalisée par Kaarsemaker dans sa thèse de doctorat sur l'actionnariat salarié dans les entreprises hollandaises soutenue en 2006 à l'Université Radboud de Nijmegen, aux Pays-Bas. Nous complèterons bien évidemment cet état de l'art avec une mise à jour des travaux de recherche récents ainsi que des recherches publiées en français (largement absentes dans son étude). Cette revue de littérature n'est pas exhaustive, mais assez complète toutefois. Au total, nous avons recensé 100 publications scientifiques ayant analysé le lien actionnariat salarié – performance financière et 63 recherches sur le lien entre l'actionnariat salarié et les différents facteurs déterminants de la performance organisationnelle.

Nous présentons toutes ces recherches sous la forme de deux tableaux de synthèse, le premier regroupant les principaux travaux empiriques sur les effets de l'actionnariat salarié sur les différents indicateurs de performance financière (ayant adopté une méthodologie quantitative), tandis que le 2ième tableau reprend les principales recherches concernant les effets de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle. Une présentation synthétique des principaux résultats dans les deux champs d'étude sera faite à la fin du chapitre.

Il faut noter que jusqu'aux années 1970, il n'y eut que très peu de recherches sur l'actionnariat salarié et il aura fallu attendre 1974 pour voir s'inaugurer un tournant avec la thèse de Richard Long aux Etats-Unis. Cet auteur majeur entraînera à sa suite une génération de chercheurs américains (French, Klein, Rosenstein, Blasi, Kruse, Conte, etc.) lors d'une période très féconde pour la recherche sur le sujet. On peut également retenir que quelques économistes (Craig, Pencavel, Dow, Putterman) se sont également penchés

sur cette question au cours de cette période. Puis, une nouvelle vague de travaux a vu le jour en France en ce début de 21ième siècle, avec les travaux d'Aubert, Caramelli, Hollandts, Trebucq et D'Arcimoles, Poulain-Rehm, etc.

Néanmoins, la recherche européenne sur l'impact de la participation financière (aux bénéfices et au capital de l'entreprise) sur la performance organisationnelle est relativement limitée, comparativement aux nombre d'études menées aux Etats-Unis. Une grande partie de ces études analyse l'impact sur la performance économique, financière et boursière des entreprises (cf. tableau 5), un deuxième groupe d'études traite de l'influence de l'actionnariat salarié sur les attitudes et le comportement des salariés au travail, cherchant à mettre en évidence l'impact de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle des entreprises (cf. tableau 6).

## ETUDES EMPIRIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE DE L'ENTREPRISE

En ce qui concerne l'analyse empirique de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance économique et financière des entreprises, le tableau 5 recense 100 études empiriques réalisées lors des trente dernières années, dans le but de savoir si et comment l'actionnariat salarié affecte la performance de la firme.

La plus grande partie de ces études concerne les ESOPs aux Etats-Unis (comparaisons en coupe transversale des firmes ESOP et non - ESOP, ou comparaisons longitudinales avant et après l'adoption d'un ESOP), alors que d'autres études examinent d'autres formes ou combinaisons de l'actionnariat salarié, en utilisant des comparaisons avec les sociétés qui ne sont pas impliquées dans la démarche de l'actionnariat salarié. Nous avons néanmoins recensé 15 études empiriques ayant analysé le lien entre l'actionnariat salarié et la performance de la firme dans le contexte français.

Globalement, les études sont partagées entre résultats favorables et résultats neutres concernant le lien entre l'actionnariat salarié et la performance de la firme. Il n'y a pas d'unanimité dans la littérature empirique quant au fait de savoir si les entreprises avec actionnariat salarié manifestent une performance financière supérieure. Cependant, la méta - analyse effectuée par Kruse et Blasi a constaté que l'on pourrait « *rejeter cette hypothèse nulle générale en se basant sur le nombre disproportionné de coefficients positifs et significatifs pour l'ensemble des études* » (Kruse & Blasi, 1997). Ceci est confirmé d'ailleurs par les résultats des 4 méta-analyses publiées sur la relation entre l'actionnariat salarié et la performance de la firme (Doucouliagos, 1995 ; Kruse & Blasi, 1997 ; Sesil & al., 2001 ; Kruse, 2002).

Effectivement, la majeure partie de la recherché empirique au sujet de l'actionnariat salarié montre des effets positifs et robustes sur l'efficacité de la firme. En effet, 70 études trouvent des résultats positifs (même si pas toujours très significatifs) en ce qui concerne l'influence de l'actionnariat salarié sur la performance économique et financière de la firme. Ces études démontrent que les entreprises impliquées dans la démarche de l'actionnariat salarié sont plus productives et profitables, survivent plus longtemps et apportent des meilleurs rendements à leurs actionnaires (Freeman, 2007). De même,

l'adoption d'un plan d'actionnariat salarié mène à une meilleure performance après l'adoption du plan, comparativement à la performance d'avant la mise en place du plan, et aussi comparativement à des entreprises similaires qui n'ont pas de plan d'actionnariat salarié.

En même temps, nous avons aussi recensé 11 études qui mettent en évidence une influence négative de l'actionnariat salarié sur la performance économique et financière de la firme.

Puis, 9 autres études aboutissent à des conclusions partagées, entre des effets partiellement positifs ou négatifs en même temps (compte tenu des différentes variables modératrices ou de contrôle utilisées), certaines ne trouvent aucun impact.

Ensuite, une relation curvilinéaire en forme de *U inversé* est mise en perspective par 6 recherches réalisées par des chercheurs français (Dondi, 1992a, 1992b; Hollandts, 2007 ; Guedri & Hollandts, 2008a, 2008b ; Garfatta, 2010).

**Tableau 4 : Les principaux travaux étudiant l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance financière de l'entreprise**

(adapté, complété et mis à jour de Kaarsemaker, 2006)

| Références | Pays | Méthodologie / indicateur de mesure de l'AS | Signe de la relation | Variables & indicateurs utilisés / commentaires sur les résultats |
|---|---|---|---|---|
| Garfatta (2010) | FR | Données longitudinales (2004-2008), 121 entreprises du SBF 250 | + / -<br>*U inversé* | Création de valeur / gouvernance : la relation entre actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale est curvilinéaire prenant la forme de U inversé : cette relation est positive pour des niveaux faibles d'actionnariat salarié et négative si le pourcentage de droits de vote revenant aux salariés est supérieur ou égal à 3%. La participation des salariés actionnaires au conseil présente un effet de modération négatif sur la relation AS – création de valeur actionnariale ; alors qu'elle modère positivement la relation entre AS et la part de la valeur créée allouée aux salariés. L'auteur conclut que cette variable favorise le fait que l'AS soit instrumentalisé à des fins d'enracinement tout en préservant les intérêts des salariés au sein de l'entreprise. |
| Kruse & al. (2010) | USA | Données longitudinales sur toutes les entreprises non cotées avec AS (1176) depuis 1988, compares à un échantillon témoin des entreprises sans AS | + | Survie de la firme : Taux de survie plus important pour les entreprises AS. 69,6% d'entreprises non cotées avec AS existent encore en 1999; par rapport à seulement 54,8% de survivants parmi les entreprises sans AS, dans le même secteur d'activité et de taille comparable. Les entreprises avec un ESOP bénéficient d'une probabilité de survie supérieure de 27% à celle des autres entreprises. |
| Guedri et Hollandts (2008a, 2008b) | FR | 189 entreprises françaises observées sur la période (2001-2004) | + / -<br>*U inversé* | Il existe une relation curvilinéaire entre l'actionnariat salarié et la performance économique de l'entreprise. Cette relation prend la forme de U inversé (cf. Dondi, 1992): l'actionnariat salarié est positivement lié à la performance de l'entreprise pour des niveaux faibles à moyennement élevés d'actionnariat salarié ; et négativement pour des niveaux élevés à très élevés d'actionnariat salarié. Le point d'inflexion que les auteurs ont pu déterminer se situe à 28% des droits de vote détenus par l'ensemble des salariés actionnaires. Ce résultat apporte, d'après les auteurs, un élément de réponse aux résultats contrastés des différentes études empiriques et met en évidence que la relation entre « actionnariat salarié » et « performance », complexe par nature, ne peut être seulement monotone. |
| Gharbi & Lepers (2008) | FR | Echantillon de 167 entreprises françaises cotées avec AS en 2002 | -<br>(gouv.) | Création de valeur / gouvernance : une présence significative de l'actionnariat salarié (au-delà de 5%) favorise l'enracinement des dirigeants. |
| Maalej & Triki (2008) | FR | 489 entreprises françaises non financières cotées au 31/12/2002, dont 164 dotées d'AS. | +<br>(gouv.) | Création de valeur / gouvernance : l'AS est un facteur de renforcement du système de gouvernance des entreprises françaises. L'AS est associé positivement au risque. Le recours à l'AS est plus probable dans les entreprises à forte intensité en capital humain, les entreprises semblent introduire l'AS afin d'attirer et conserver |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | leur capital humain spécifique. |
| Aubert (2007) | FR | 45 000 salariés d'une banque française cotée avec AS | | L'auteur *analyse trois dimensions de la décision des salariés d'investir en actionnariat salarié : la décision de participer à une augmentation du capital réservée aux salariés (ACRS), le montant investi dans l'ACRS et la proportion de l'épargne salariale totale investie en AS*. Différents profils de salariés sont décrits en ce qui concerne l'investissement en actionnariat salarié. Les cadres masculins d'âge moyen ayant un patrimoine important et un salaire élevé sont particulièrement réactifs. Deux points de vue managériaux peuvent se dégager de ces résultats. Tout d'abord, les dirigeants désireux de développer l'actionnariat salarié peuvent par exemple concentrer leur communication sur la population moins réactive aux offres d'AS en ne négligeant pas de possibles effets de saturation. Les dirigeants peuvent par ailleurs se soucier d'informer les salariés qui ont tendance à s'exposer aux risques de sous diversification. Des phénomènes comportementaux tendent à biaiser la perception des salariés. |
| Hollandts (2007) | FR | Données portant sur un échantillon longitudinal (coupes transversales répétées) de 189 entreprises analysées sur la période 2001-2004. | *U inversé*<br>- | L'auteur met en évidence une relation curvilinéaire entre l'actionnariat salarié et la performance. D'autre part, la représentation des salariés modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance. Puis, des tests ont été menés sur un second échantillon (transversal) portant sur l'année 2004. Les résultats mettent en avant l'effet de modération négatif de la représentation des actionnaires salariés (qu'ils soient syndicalistes ou non), mais ne permettent pas de conclure sur l'effet de la représentation des salariés dans la structure de gouvernement. |
| Faleye & al. (2006) | USA | Les auteurs ont comparé 226 entreprises présentant des niveaux significatifs d'actionnariat salarié ( > 5% de capital) avec un échantillon de contrôle composé de 1888 entreprises disposant moins de 5% de capital entre les mains des salariés. | -<br>(gouv.) | Création de valeur / gouvernance : comparativement aux firmes sans AS (ou bien avec un niveau faible d'AS), les firmes avec (un niveau fort) AS dévient plus éloignées de la maximisation de la valeur actionnariale, investissent moins dans des actifs à long terme, prennent moins de risques, ont une croissance plus lente, créent moins d'emplois, et démontrent une productivité inférieure. Les auteurs considèrent que la présence des représentants des salariés actionnaires au conseil d'administration ne favorise pas la création de valeur actionnariale par l'entreprise. Les auteurs considèrent, se référant à Jensen et Meckling (1979), que l'actionnariat salarié crée une force enracinée de travail avec un véritable pouvoir dans le gouvernement d'entreprise. L'enracinement salarial, tout comme l'enracinement managérial, risque de détruire de la valeur actionnariale. |
| Robinson & Wilson (2006) | GB | Données d'enquête (93 entreprises) liées à une base de données financières / différents indicateurs de mesure de l'AS | + | Productivité (PROD.) (*VA/salarié*) : Effets modérateurs : un *environnement de travail moins stressant* & un *travail plus qualifié* semblent favoriser les effets positifs (par rapport à une *surveillance accrue* & un *encadrement très strict*) ; la *participation à la prise de décision* est aussi une variable modératrice de la relation AS – productivité. |
| Kalmi & al. (2005) | GB, Finlande, Allemagne, Pays-Bas | 136 entreprises publiques avec intéressement (60% d'entreprises) & / | + | Performance (PERF.) globale de l'entreprise : Le taux d'AS est positivement (& très significativement) relié à une *mesure qualitative de la performance globale de la firme* ; même si ce n'est pas le cas pour certaines |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | ou AS (80% d'entreprises) / % du capital AS | | mesures individuelles qui composaient cette mesure globale (p.ex. : la *satisfaction au travail* ou *la productivité*). L'ajout des variables concernant *l'intéressement* & la *participation à la prise de décisions* dans les équations de régression n'améliore pas la variance expliquée. |
| McHugh & al. (2005) | USA | 61 entreprises avec ESOP | + | PERF. : L'*implication des salariés dans les décisions de niveau opérationnel* & la *diffusion de l'information concernant l'ESOP* a un effet positif (& significatif) sur un *indicateur de mesure qualitative de la performance de la firme*. La *participation à la prise des décisions stratégiques* & le *niveau de l'actionnariat salarié* (un indicateur de mesure construit sur la base d'un certains nombre d'items tels que le taux de capital détenu sous forme d'AS, le % des droits de vote, etc) n'ont pas d'effet significatif. Par contre, l'interaction entre le *niveau d'AS* & *l'information diffusée concernant l'ESOP* a aussi un impact positif sur la performance. |
| Pugh & al. (2005) | USA | 161 entreprises avec ESOP | +* | PROD. (*masse salariale/CA ; MS/actifs) &* PERF. (*taux de marge, ROA*) : *effets positifs seulement dans les *montages sans effets de levier* et quand *l'ESOP ne fait pas partie d'une politique anti-OPA* (dans ces deux cas, l'impact est neutre ou négatif). Les *raisons de la mise en place* (c'à-d. les intentions des dirigeants) apparaissent comme le déterminant majeur de tout impact favorable sur la performance ou la productivité. |
| Sesil & al. (2005) | USA | Données d'enquête (échantillon de 490 entreprises avec AS) liées à la base de données financières Compustat / distribution de stock-options pour l'ensemble des salariés[84] (oui/non) | + | PROD. & PERF. (*Q de Tobin, ROA*) : L'adoption de l'actionnariat salarié (via des *stock-options destinées à l'ensemble des salariés*) améliore les résultats de l'entreprise. L'impact sur le *Q de Tobin* et le *ROA* est moins significatif, mais néanmoins positif. |
| Sesil & Lin (2005) | USA | Données de panel concernant 291 entreprises avec AS, croisées avec les données financières de Compustat | + | PROD. : Une meilleure productivité a été trouvée pour les entreprises AS immédiatement après la mise en place de l'actionnariat salarié. Néanmoins, cet effet positif sur la productivité diminue avec le temps. Cinq ans après l'introduction de l'actionnariat salarié, il n'y avait plus d'impact positif sur la productivité. Cela s'expliquerait par une distribution ponctuelle des stock-options destinées à l'ensemble des salariés, tandis que dans le cas des stock-options distribuées plus fréquemment aux cadres dirigeants l'effet positif ne diminue pas avec le temps. |
| Sesil & Kroumova (2005a) | USA | *idem* | + | PROD. *(CA) :* La mise en place de l'actionnariat salarié est reliée à une meilleure productivité (mesurée par les ventes), peu importe la taille de l'entreprise et l'état (baissier ou haussier) du marché boursier. |
| Sesil & | USA | Données d'enquête (entreprises | + | PROD. & PERF. *(ROA) :* Les firmes AS ont une meilleure productivité et performance financière. Les |

[84] *broad-based share options plans (angl.)*

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Kroumova (2005b) | | françaises cotées au SBF250) | | différences diminuent avec la taille de la firme, sauf pour les très grandes firmes (> 5000 personnes). NB : Les données proviennent d'une période où le marché boursier était à la hausse. |
| D'Arcimoles & Trebucq (2003, 2004) | FR | Données d'enquête (échantillon de 221 entreprises françaises cotées) | + | PERF. FIN (ROA, ROE, ROI) : l'actionnariat salarié est positivement lié à la performance même si la relation est complexe entre les deux variables. Les entreprises avec actionnariat salarié se caractérisent par une performance supérieure, associée à un risque spécifique plus faible mais un risque systématique plus élevé. |
| Frye (2004) | USA | 2 échantillons de grandes entreprises cotées, à 2 moments différents ( $N_1$ = 153 et $N_2$ = 212) / pourcentage de la rémunération totale via l'AS | +* | PERF. (*Q de Tobin, ROA*) : *Une relation positive significative a été trouvée entre l'actionnariat salarié et le *Q de Tobin*, mais seulement pour les plans ne comportant pas d'épargne retraite, c'à-d. pas pour les ESOP.<br>Un effet positif significatif sur le *ROA* a aussi été révélé par cette étude, mais seulement dans le cas du premier des deux échantillons concernés. |
| Kruse & al. (2004) | USA | Enquête auprès des salariés de 11 entreprises ESOP ( $N$ = 2139) / pourcentage de la paie investie dans l'ESOP | + | PERF. *(taux de marge, taux de croissance des embauches sur 3 ans, augmentation de la productivité sur 3 ans) :* L'AS, accompagné de six autres pratiques RH (implication des salariés, information, plan de retraite autre que le 401(k), négociation, formation et consultation des salariés), a une relation positive significative avec les trois mesures de performance de la firme utilisées par les chercheurs. |
| Kumar (2004) | Inde | Données longitudinales pour 36 entreprises AS dans différents secteurs ; données transversales pour 38 autres entreprises AS & 87 non-AS / présence d'ESOP, stock-options (codée de façon binaire) | +/- | PROD., PERF. *(taux de rotation du capital, cash flow, cash flow / CA, ROA, taux de marge nette) :* L'actionnariat salarié a peu d'effet sur les indicateurs de performance retenus par les auteurs. |
| Park, Kruse & Sesil (2004) | USA | Données longitudinales sur l'évolution de toutes les entreprises américaines *cotées* sur la période 1988 – 2001 | + | Survie de la firme : Parmi les 245 firmes dans lesquelles les salariés détenaient 5% du capital ou plus, 124 (50,6%) existaient toujours en 2001 ; tandis que seulement 97 entreprises (41,8%) issues de l'échantillon témoin de 232 entreprises sans AS étaient encore en activité en 2001. Dans chacune des catégories étudiées (fusion ou acquisition, faillite, liquidation, LBO, privatisation) le taux de disparition des entreprises sans AS est plus important par rapport à celui des entreprises avec AS. |
| Raschle Grand (2004) | Allemagne | 535 entreprises cotées, dont 36% à peu près avec un plan d'AS / présence d'AS et des plans d'achat d'options | = | PROD. : Pas d'effet positif sur l'augmentation de la productivité.<br>Pas de complémentarité entre l'actionnariat salarié et un ensemble de pratiques RH telles que la formation, le travail en équipe, la communication. |
| Trébucq (2004) | France | 701 entreprises cotées / présence d'AS (codée de façon binaire) | +<br>-* | PERF. *(ROE, ROA, ROI, PER) :* Un effet positif significatif a été trouvé sur le ROE, ROA et ROI.<br>*Pas d'impact sur le ratio « capitalisation boursière / le bénéfice par action ». |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Tseo & al. (2004) | Chine | Données longitudinales sur 55 entreprises | + -* (gouv.) | PERF. : Relation positive significative entre l'actionnariat salarié et la rentabilité. La participation des délégués du personnel à la prise de décision a aussi un effet positif. *La participation à la gouvernance a un effet négatif. La diffusion des informations financières n'a pas d'effet significatif. |
| Faleye & al. (2004-2005) | USA | 211 entreprises cotées avec AS (≥ 5% de droits de vote), échantillon de contrôle de 2804 entreprises non-AS | - | PERF. : Les firmes AS investissent moins, prennent moins de risque, ont une croissance inférieure, créent moins d'emplois, ont plus de problèmes de liquidité, font preuve d'une productivité de travail inférieure (mesurée par les ventes et par le ration vente/nombre d'employés). |
| Blasi & al. (2003) | USA | Analyse de 70 recherches empiriques ayant étudié les effets de l'AS sur la performance | + | PROD. *(taux de marge)* / PERF. FIN. *(ROE, ROA)* : L'adoption d'une de ces quatre formes de capitalisme partenarial (l'AS, stock-options, intéressement et participation aux bénéfices ; considérés par l'auteur comme étant les quatre aspects clés du capitalisme partenarial) aboutit, en moyenne, aux gains suivants : pour un taux moyen du capital détenu par les salariés actionnaires de 8% après dilution, les auteurs observent des gains de productivité de 4% ; une augmentation du ROE de 14% ; une augmentation du ROA de 12% ; une augmentation du taux de marge de 11%, le total des plus-values pour les actionnaires étant de 2% après dilution. |
| Lee (2003) | Thaïlande | Données longitudinales sur 109 entreprises du secteur électronique | + | PROD. *(VA)* : AS augmente significativement la valeur ajoutée, 3-4 ans après sa mise en place. |
| Cin & Smith (2002) | Corée du Sud | 371 & 383 entreprises industrielles cotées avec AS en 1996 & 1997 respectivement, comparées à la moyenne de leur secteur d'activité | + | PROD. *(VA) :* L'association entre l'actionnariat salarié et la VA est positive et significative statistiquement pour les deux années étudiées. |
| Kato & Morishima (2002) | Japon | Données de panel sur 20 ans, 126 entreprises | + | PROD. *(VA)* : La mise en place de l'actionnariat salarié ainsi que des pratiques favorisant la participation des salariés à la prise de décision augmentent significativement la valeur ajoutée de la firme : sur une durée d'à peu près 7 ans, la VA augmente de 8 à 9 %. |
| Sesil & al. (2002) | USA | Données longitudinales, 229 firmes avec AS, comparées à la performance moyenne d'un échantillon pair / distribution de SO pour l'ensemble des salariés (oui/non) | + | PERF. & PROD., Innovation : Les firmes AS sont supérieures aux non-AS quant au taux de rentabilité des fonds propres, Q de Tobin, VA/salarié, nombre de brevets demandés.<br>Ces variables dépendantes (sauf le Q de Tobin) augmentent après la mise en place de l'actionnariat salarié, tout comme le nombre de brevets délivrés. |
| Conyon & Freeman (2001) | GB | Données issues du *British WERS98* + données de panel (1990-1998) + données d'enquête sur 299 firmes | + -* | PROD. *(CA) :* Effets positifs sur les ventes en ce qui concerne tous les plans d'AS, sauf pour *l'effet tardif (significativement négatif) des plans de distribution de stock-options pour l'ensemble des salariés. Pas d'interaction entre l'actionnariat salarié et les pratiques RH telles que la diffusion de l'information, la |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | cotées | | communication et la concertation des managers avec les salariés. De même, une relation positive et significative a été révélée entre l'actionnariat salarié et les indicateurs de mesure de la performance financière et de la productivité du travail de l'enquête WERS. Une fois de plus, pas d'effets d'interaction avec l'existence des pratiques de concertation et de communication. |
| Logues & Yates (1999; 2001)<br>Thomas & Maxwell (2001) | USA | 167 entreprises ESOP | + | PERF. : La présence d'un environnement propice à l'apprentissage (pratiques de formation et de communication très développes) dans les firmes AS a un effet positif et significatif (mais moins fort qu'attendu). L'effet de la participation à la prise de décision est plus fort, tandis que les incitations financières (bonus, dividendes & participation aux bénéfices) ont un effet assez faible. La présence dans le Conseil d'Administration des représentants du personnel a un impact positif. L'hypothèse de « maturation » n'est pas validée (l'existence d'un long processus d'aboutissement vers une espèce de modèle de firme avec AS). |
| Addison & Belfield (2000) | GB | Données issues du *British WERS98* | +/- | PERF. : Effet positif et significatif de l'actionnariat salarié dans les entreprises ayant en plus un système de participation aux bénéfices (et négatif, mais non significatif dans les autres cas), un indicateur de mesure qualitatif a été construit pour la performance financière. |
| Blair & al. (2000) | USA | Données longitudinales sur l'évolution des toutes les entreprises américaines cotées en 1983 jusqu'en 1995 : 27 entreprises avec AS ; 45 sans AS | + | Survie de la firme : Parmi les entreprises américaines cotées en 1983, les entreprises avec un taux d'actionnariat salarié important avaient 20% de plus de chance de survivre en 1995, comparativement à un échantillon témoin sur la même période temporelle. |
| Blasi & Kruse (2000) | USA | Données longitudinales sur l'évolution des 343 entreprises américaines ayant adoptées un ESOP entre 1988 & 1994, 3 ans avant / 3 ans après son adoption ; échantillon témoin | + | PROD. (CA, emploi, CA/salariés) : L'ESOP augmente la productivité et l'emploi de 2,3-2,4% par an, par rapport à ce que l'on aurait pu attendre sans son adoption (en comparant l'évolution des indicateurs avant / après l'adoption du plan). Le taux de survie est aussi meilleur pour les entreprises ESOP (vérifié en 1995-1997). |
| Gamble (2000) | USA | Données longitudinales pour 95 entreprises ESOP comparées aux moyennes des secteurs d'activités | +/- | PERF. FIN. & Innovation : Plus le taux AS est grand, plus le niveau des dépenses R&D diminue.<br>Les firmes ESOP ayant diminué les frais de R&D ont en même temps vu une amélioration de leur ROA. |
| Iqbal & Hamid (2000) | USA | Données longitudinales, 76 entreprises cotées avec ESOP & 73 entreprises non-AS | + | PERF. *(résultat d'exploitation) :* La présence d'ESOP a un effet positif significatif sur le résultat d'exploitation de la firme (divisé par le nombre de salariés) dans le cas de changement du prix de l'action (peu importe si c'est un changement à la hausse ou bien à la baisse). |
| Meihuizen (2000) | Pays-Bas | Données concernant des entreprises cotées | + | PROD. : Effet positif de l'actionnariat salarié sur la productivité de la firme. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Pérotin & Robinson (2000) | GB | Données issues du *British WERS98* | + | PROD. : AS (sous diverses formes) a des effets positifs et significatifs sur l'indicateur qualitatif construit pour mesurer la performance financière, si l'ensemble des salariés ont un accès égal au dispositif d'AS. |
| Pugh & al. (2000) | USA | Données longitudinales pour 183 entreprises ESOP comparées aux moyennes des secteurs d'activités / présence de l'ESOP (dummy) | + | PERF. : Dans le cadre d'une étude d'événement réalisée sur cinq ans, Pugh et al. (2000) observent une influence limitée et de court terme de l'actionnariat salarié sur la rentabilité économique et sur le résultat net. |
| Mauldin (1999) | USA | 61 firmes cotées avec ESOP comparées à 61 autres entreprises du même secteur d'activité sans ESOP / présence de l'ESOP (dummy); distribution de stock-options | + | PROD. *(CA/salariés) :* Relation positive trouvée dans les cas où les contributions retraire versées par l'entreprise avaient augmenté après la mise en place de l'ESOP (ce qui était le cas en général quand le plan ESOP était envisagé par la direction comme un instrument de rémunération pour les salariés, et non pas comme un mécanisme de financement pour l'entreprise). Néanmoins aucune relation statistique directe n'a été trouvée entre la raison de la mise en place de l'ESOP et la productivité. |
| Mehran (1999) | USA | 382 annonces d'ESOP (1971 – 1995) | + | Rendement boursier : des rendements anormaux positifs suite à l'annonce d'adoption d'ESOP ; réaction positive des marchés après l'annonce d'un plan ESOP (quand l'entreprise n'est pas soumise à un risque d'OPA, la réaction des marchés est positive). |
| Welbourne & Cyr (1999) | USA | 107 entreprises, juste après une 1ière introduction en bourse | + | PERF. boursière *(cours de l'action) :* Les firmes AS voient leur cours en Bourse se porter mieux que les non-AS, en particulier celles avec un niveau de risque plus élevé. |
| Cole & Mehran (1998) | USA | Données longitudinales sur 94 entreprises cotées, comparées à un groupe de contrôle de 76 entreprises | - | PROD. : Une augmentation du taux de détention du capital *via* un ESOP est associée à une diminution de la rentabilité annuelle. |
| Gamble (1998) | USA | Données longitudinales sur un échantillon de 179 entreprises cotées avec ESOP, dont 147 créées après 1986 (année d'instauration de nouvelles incitations fiscales) | + | PERF. : Meilleure performance pour les entreprises ayant choisi de mettre en place un ESOP pour d'autres raisons que l'incitation fiscale, en particulier pour celles où l'ESOP est un des actionnaires de références. |
| McNabb & Whitfield (1998) | GB | Données issues du British WIRS3 (1990) | +/- | PERF. FIN. : Combiné avec des pratiques visant à améliorer la communication entre les managers et les salariés, l'actionnariat salarié est associé positivement et significativement avec l'évaluation faite par les managers de la performance financière relative. Si ces pratiques de communication sont absentes, alors la relation est significativement négative. L'AS interagit négativement avec la participation aux bénéfices, quoique globalement la présence d'un ou de l'autre séparément a un effet positif. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Kruse & Blasi (1997)<br>Kruse (2002)<br>Sesil & al. (2001) | | Méta-analyse de 32 recherches publiées | + | Revue de 32 études comparatives de a) la performance des entreprises avant et après l'adoption d'un plan d'AS, b) des entreprises avec et sans AS et c) de la performance après l'adoption d'un plan d'AS par rapport à un échantillon témoin d'entreprises (sans AS). La plupart de ces études mentionne des effets positifs, mais pas très importants, et non significatifs statistiquement. Néanmoins, après une méta-analyse de toutes ces études, les auteurs concluent que sur tous les indicateurs de performance, en moyenne, les entreprises avec AS sont plus performantes que celles qui n'ont pas de système d'AS et que ces entreprises ont des meilleurs indicateurs de performance après l'adoption de l'AS qu'avant la mise en place du plan. Les auteurs ont estimés l'effet moyen de l'AS sur la performance des entreprises à 4% annuellement (approximativement). |
| Ohkusa & Ohtake (1997) | Japon | Données longitudinales sur 805 entreprises, dont 94,7% avec ESOP / présence ESOP, % du capital | +/- | PROD. *(VA) :* Pas d'effet significatif direct de l'AS sur la VA, mais l'AS améliore l'impact de la participation aux bénéfices sur la productivité. L'interaction entre l'AS et les pratiques de diffusion de l'information n'est pas significative. |
| Smith & al. (1997) | Slovénie | Données longitudinales, 1545 entreprises industrielles privatisées, dont 237 avec un plan d'AS / % du capital AS | +* | PROD. (*VA*): Influence positive, mais *non significative de l'AS sur la VA, mais cette influence augmente avec l'augmentation du taux de l'AS. |
| Winter & Marens (1997) | USA | Un échantillon de 41 entreprises de l'Etat de New York & 40 entreprises de l'Etat de Washington avec AS, comparé à un grand nombre d'entreprises conventionnelles | + | Ventes, emploi : L'actionnariat salarié et la participation à la prise de décision semble avoir un effet positif complémentaire sur la croissance des ventes et de l'emploi après l'adoption de l'AS. |
| Blasi & al. (1996) | USA | Données longitudinales, 562 entreprises cotées avec au moins 5% du capital détenu par des AS, comparées à 4176 entreprises cotées avec un % AS < 5%. | + | PROD. / PERF. FIN. (*ROA, ROE, PER, bénéfices*): Meilleure performance pour les firmes avec AS, en particulier pour celle de petite taille. Pas de différence concernant les indicateurs de *CA / salarié* ni *VA / salarié* pour la période de l'étude (1980-1990). Selon les auteurs, l'absence de lien automatique suggère que des facteurs spécifiques à la firme comme les relations de travail, les politiques de GRH ou la structure de gouvernance peuvent jouer un rôle important dans la détermination des effets de l'AS sur la performance. |
| Conte & al. (1996) | USA | Données longitudinales, 1743 firmes avec ESOP et 7297 firmes sans | + | PERF. FIN. : Les firmes avec ESOP ont un taux de rendement supérieur par rapport aux firmes sans ESOP, particulièrement celle de petite taille (< 500 salariés). |
| Beatty (1994; 1995) | USA | Etudes d'événements sur la base de 145 annonces de mise en place d'ESOP | + | Rendement boursier : des rendements anormaux positifs suite à l'annonce d'adoption d'ESOP ; réaction positive des marchés après l'annonce d'un plan ESOP (quand l'entreprise n'est pas soumise à un risque d'OPA, la réaction des marchés est positive). |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Borstadt & Zwirlein (1995) | USA | Données longitudinales, 85 entreprises ayant adopté un plan ESOP (1973 – 1986) ; échantillon de contrôle | = | PROD. / PERF. FIN. : Les plans (ESOP) défensifs ont un effet faiblement positif sur la performance et la productivité ; alors que les plans (ESOP) adoptés pour un meilleur partage des profits, ne présentent aucun effet. Selon ces auteurs, les résultats d'ensemble pour les 85 entreprises ne montrent pas d'effets sur la performance et la productivité. |
| Craig & Pencavel (1995) | USA | Données longitudinales, 34 firmes de l'industrie du bois, dont 7 coopératives | + | PROD. : Les coopératives obtiennent un niveau de résultats supérieur par rapport aux firmes conventionnelles. Pas de gains ni de pertes importantes d'efficacité associé à la participation à la prise de décision. |
| Doucouliagos (1995) | USA | Méta-analyse de 43 travaux de recherche publiés / présence ESOP, % AS | + | PROD. : L'AS, la participation aux résultats et la participation à la prise de décisions influencent positivement la productivité ; cette influence est plus importante dans les coopératives comparativement aux firmes conventionnelles ayant mis en place des mécanismes de participation des salariés. Dans les coopératives, la participation aux résultats est plus fortement associée à la productivité que la participation à la prise des décisions. |
| Estrin & Jones (1995) | FR | Données sur 550 coopératives sur 2 ans | + | PROD. *(VA)* : L'AS direct a un effet positif sur la VA, tandis que la participation à la décision a un impact positif sur une année seulement. |
| Florkowski & al. (1995) | USA | Données longitudinales, 159 entreprises cotées | - | PROD. / PERF. FIN. : Les firmes avec ESOP sont moins performantes, ceci avant et après son adoption (car l'écart ne diminue pas d'une période à l'autre). |
| Jones & Kato (1995) | Japon | Données longitudinales, échantillon de 109 entreprises industrielles, certaines avec ESOP, d'autres sans | + | PROD. : Impact positif significatif de l'AS sur la VA, bien que cela prend trois à quatre ans pour que ces effets positifs prennent forme. Par ailleurs, l'AS augmentent les effets positifs de la participation aux bénéfices. |
| Park & Song (1995) | USA | Données longitudinales (1979 – 1989), 232 entreprises | +/- | PERF. FIN. *(ROA, Q de Tobin, Price-to-Book Ratio)* : Les auteurs trouvent une meilleure performance après l'adoption (ou après son évolution) d'un plan d'actionnariat salarié, mais seulement dans les firmes avec un bloc d'actionnaires externes à l'entreprise. Ainsi, les résultats montrent une dégradation de ces ratios lorsque l'ESOP est mis en place en l'absence d'importants actionnaires extérieurs. |
| Chaplinsky et Niehaus (1994) | USA | Etudes d'événements, 278 annonces d'ESOP | + / = | Rendement boursier : des rendements anormaux positifs suite à l'annonce d'adoption d'ESOP ; réaction positive des marchés après l'annonce d'un plan ESOP (quand l'entreprise n'est pas soumise à un risque d'OPA, la réaction des marchés est positive). |
| Davidson III & Worrell (1994) | USA | Données longitudinales, une année avant et deux ans après la mise en place de l'AS ; 48 entreprises AS cotées & les moyennes sectorielles de | = / - | PERF. FIN. (*ROA, bénéfice net / CA, taux de rotation de l'actif – CA / total de l'actif)* : Sur l'ensemble de la période, les entreprises AS ne surperforment pas les moyennes sectorielles. La 2ième année après la mise en place du plan, les firmes AS sont légèrement moins performantes que la moyenne. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | l'industrie | | |
| Jones (1993) | Pologne | 63 coopératives ; industries du textile, impression et construction | + | PROD. *(VA)* : La participation aux résultats et à la prise de décisions influencent positivement et significativement la VA. Le taux moyen d'AS individuel a un impact positif significatif dans le 1ier secteur d'activité, un impact négatif significatif dans le 2ième, pas d'impact significatif dans le 3ième. |
| Dhillon et Ramirez (1994) | USA | Etudes d'événements | + / = | Rendement boursier : des rendements anormaux positifs suite à l'annonce d'adoption d'ESOP ; réaction positive des marchés après l'annonce d'un plan ESOP (quand l'entreprise n'est pas soumise à un risque d'OPA, la réaction des marchés est positive). |
| Jones & Kato (1993a) | Japon | Données issues de 543 entreprises industrielles | + | PROD. *(VA)* : Deux mesures de l'AS (le taux moyen de détention individuel & le taux de participation) influencent positivement et significativement la VA. Une 3ième mesure – le % du capital détenu par l'ensemble des actionnaires salariés – a un effet négatif significatif. Cependant, dans les analyses qui suivent, ce dernier résultat est relativement peu important, comparativement aux effets des deux premiers indicateurs. |
| Jones & Kato (1993b) | Japon | Données issues de 320 entreprises industrielles avec ESOP | + | PROD. *(VA / salariés)* : Le taux de participation des salariés au plan d'AS a un effet positif sur la VA par salarié dans l'ensemble de 7 secteurs d'activité de l'étude, cet effet positif est significatif pour 5 d'entre eux. Le % du capital détenu par l'ensemble des AS a un effet négatif significatif dans six secteurs d'activité. L'effet du 1ier indicateur semble plus fort que celui du 2ième. Globalement, dans 4 secteurs d'activité, l'effet total de l'AS est positif ; dans deux secteurs – pas d'effet ; dans un secteur d'activité – il y a une baisse de la productivité. |
| Kruse (1993) | USA | Données longitudinales, 500 firmes dont 190 AS | + | PROD. *(VA / salariés et CA / salariés)* : L'adoption de l'AS mène à de légères augmentations de la productivité. |
| Kumbhakar & Dunbar (1993) | USA | Données longitudinales (7 ans) ; 54 firmes AS & 69 firmes ayant adopté la participation aux bénéfices | + | PROD. *(CA)* : L'AS et la participation de salariés aux résultats ont un impact positif et significatif sur les ventes ; cet effet positif augmente avec l'âge de l'AS au sein de la firme. |
| Defourney & al. (1992) | FR | Données sur un échantillon de 143 coopératives | + | PROD. : La participation à la prise des décisions a un effet positif significatif sur la productivité. |
| Dondi (1992a, 1992b) | FR | Données sur un échantillon de 105 entreprises françaises cotées, observées sur la période 1985-1988. | + / -<br>*U inversé* | PERF. FIN. (rentabilité financière) : <u>Effet positif de l'AS sur la performance, avec un effet de seuil</u>. Ce sont les premières contributions empiriques dans le contexte français. La rentabilité financière augmente au fur et à mesure que la part du capital détenue par l'actionnariat salarié s'accroît. Toutefois, au-delà d'une part de capital de 10% détenue par les salariés actionnaires, la rentabilité financière a tendance à décroître, ce qui évoque au minimum, un effet de seuil. Ainsi, l'actionnariat salarié pourrait contribuer à améliorer la performance financière, sous réserve d'une ouverture modérée du capital aux salariés. La relation étudiée est alors loin d'être linéaire et prend la forme d'un U inversé. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Dunbar & Kumbhakar (1992) | USA | Données longitudinales sur 45 firmes ayant adopté l'AS durant la période de l'étude et 168 sans AS | +* | PROD. : Pas de résultats solides quant à l'effet positif de l'AS sur les résultats, le signe de la relation était toujours positif, mais pas toujours significatif. |
| Kruse (1992) | USA | Données longitudinales ; 2976 firmes cotées, dont 923 ont un ESOP | + | PROD *(CA / nombre de salariés)*: Globalement, il y a un léger effet positif immédiat de l'AS sur la productivité, cet effet augmente avec le temps. Mais une autre analyse de régression trouve un effet immédiat insignifiant, avec une diminution significative avec le temps. En utilisant comme indicateur de mesure de l'AS le taux de salariés étant concernés par l'ESOP, les résultats sont à peu près les mêmes, excepté une baisse non significative pour la dernière analyse de régression. |
| Chang (1990), Chang et Mayers (1992) | USA | Etudes d'événements | + / -*<br>*si ESOP défensif | Rendement boursier : l'instauration de plans d'actionnariat (ESOPs) défensifs est perçue comme une stratégie d'enracinement de dirigeants. En fait, ces études dégagent des rentabilités anormales négatives lorsque l'actionnariat salarié est mis en place pour se protéger d'une OPA ; les rentabilités anormales négatives varient entre -1,34 % et -4 %. |
| Gordon et Pound (1990) | USA | Etudes d'événements | - (gouv.) | Ces résultats empiriques corroborent l'hypothèse d'enracinement des dirigeants. Les réactions du marché à l'annonce de la mise en place d'un ESOP défensif sont négatives. |
| Mitchell & al. (1990) | USA | Données longitudinales ; 495 établissements d'entreprises cotées | + | PROD. *(CA / salarié)* / PERF. FIN. *(ROI, ROA)* : L'AS (ESOP, stock-options) est corrélé positivement avec les indicateurs de productivité et de performance, mais la majorité de ces corrélations sont non significatives (avec une exception concernant l'effet positif et significatif de l'ESOP sur la productivité des employés de la production). De même, les auteurs trouvent un effet positif significatif de l'AS sur l'évolution des trois indicateurs utilisés pour mesurer l'efficacité. Pas d'interaction entre l'AS et la participation à la prise des décisions. |
| Conte & Svejnar (1988) | USA | Echantillon de 40 entreprises industrielles avec 23 ESOPs | + | PROD. *(VA)* : L'AS direct a un effet négatif sur la productivité, tandis qu'un ESOP détenant un % modéré du capital de l'entreprise a un effet positif. |
| Estrin & al. (1987) | FR, IT, R.-U. | Coopératives en France (500), Italie (150), Royaume-Uni (50) | + | PROD. *(VA)* : Globalement, l'AS individuel direct influence positivement la productivité, tout comme la participation aux résultats et à la prise de décision. Les effets estimés sont très significatifs en France et en Italie, et relativement non significatifs au Royaume Uni. |
| Jones (1987) | R.-U. | Echantillon de 50 coopératives | + | PROD. *(VA)* : L'AS (mesuré via le % du capital) a un effet négatif sur la productivité, tandis que la présence de salariés actionnaires au conseil d'administration un impact positif légèrement plus important. |
| Rosen & Quarrey (1987)<br>Quarrey & | US | Données longitudinales : 45 entreprises AS, 5 ans avant et 5 ans après son adoption, comparées à un échantillon témoin de 238 entreprises sans AS | + | Ventes / emploi : Les firmes AS ont une augmentation plus importante de leur chiffre d'affaires et de l'emploi. La participation aux décisions et la perception des salariés de l'attitude des dirigeants envers cette participation a une influence significative sur ces variables. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Rosen (1986) | | | | |
| U.S. General Accounting Office (1987) | USA | Comparaison de 111 firmes avant, pendant et après la mise en place de l'AS et d'un échantillon témoin sans AS | + | PROD. *(VA réelle, i.e. ajustée de l'inflation / la rémunération réelle du travail)* / PERF. FIN. *(ROA après impôts, ajusté des effets de l'imposition liée à l'ESOP)*: L'AS n'améliore pas la performance de l'entreprise, en tout cas pas globalement. Le seul facteur ayant une influence sur la productivité, c'est la participation aux décisions des salariés non dirigeants de l'entreprise (à travers de groupes de travail p.ex.). Les firmes AS avec un mécanisme de participation des salariés aux décisions ont une meilleure productivité comparativement aux autres (mais seulement dans le cas des entreprises où une augmentation des droits de vote a lieu après adoption), ce résultat étant statistiquement significatif. |
| Bloom (1986) | USA | Comparaison (avant et après) de 600 entreprises AS avec 2600 non AS, presque toutes étant cotées en Bourse | + * | PROD. *(CA / salarié)* / PERF. FIN. *(ROA)* / Emploi : L'AS a une petite influence ou pas d'influence positive sur la productivité et la performance, sans influence sur l'emploi. Globalement, il y a un effet positif de l'AS, mais quand on compare plus spécifiquement les firmes AS aux entreprises témoin comparables, les effets deviennent non significatifs statistiquement, en particulier pour la productivité. |
| Cohen & Quarrey (1986) | USA | Un petit échantillon (28) représentatif des petites entreprises où la retraite du dirigeant fût la raison de l'adoption de l'ESOP | + | Emploi, ventes : L'AS influence positivement la croissance de l'emploi et des ventes. |
| FitzRoy & Kraft (1986) | Allemagne | Échantillon de 65 firmes de taille moyenne, industrie métallurgique | + | PERF. FIN. (ROA) : Effet positif de l'AS sur la performance. |
| Richardson & Nejad (1986) | Royaume - Uni | Données longitudinales : 23 firmes AS et 18 non AS, toutes cotées, même secteur d'activité / ESOP, stock-options | + | PERF. Boursière *(rendement de l'action)* : Association positive entre l'AS et le cours des actions, en particulier pour les entreprises AS « enthousiastes », c'à-d. ayant déjà fait appel à l'AS de façon « pionnière » bien avant la Loi de Finance de 1978 (8 entreprises « enthousiastes » parmi les 23 entreprises AS de l'échantillon). |
| Defourney & al. (1985) | FR | 550 coopératives, étude sur 2 ans | + | PROD. *(VA)* : Effet positif significatif de la participation aux bénéfices et de l'AS (l'influence étant un peu moins forte) sur la productivité. |
| Jones & Svejnar (1985) | Italie | Données longitudinales sur 633 coopératives | + | PROD. *(VA)* : Globalement, l'AS a un effet positif significatif sur la productivité des entreprises industrielles. |
| Rosen & Klein (1983) | USA | Comparaison des 43 firmes AS avec les moyennes sectorielles | + | Emploi : Les firmes avec AS (ESOP, coopératives, etc) voient leur nombre de salariés augmenter plus vite que les firmes conventionnelles. La croissance de l'emploi est relativement plus faible pour les coopératives ainsi que pour les firmes ayant déclaré avoir chois l'AS pour des raisons financières (et non incitatives ou philosophiques). |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| March & McAllister (1981) | USA | Échantillon de 128 entreprises | + | PROD. *(évolution du ratio annuel « frais de personnel / CA »)* : Globalement, la productivité moyenne du travail des firmes AS est légèrement supérieure aux moyennes sectorielles. Une meilleure productivité est trouvée concernant 6 secteurs d'activités (particulièrement dans les firmes ayant entre 101 et 1000 salariés), une moins bonne – dans 3 autres secteurs d'activité. |
| Cable & FitzRoy (1980) | Allemagne | 42 entreprises avec AS et/ou participation aux bénéfices | + | PROD. *(VA)* : Les firmes « plus participatives » ont significativement une meilleure productivité que les « moins participatives ». Un effet d'interaction entre la participation aux bénéfices / AS et la participation aux décisions a de même été trouvé. |
| Livingston & Henry (1980) | USA | 51 entreprises avec AS comparées à un échantillon témoin de 51 entreprises sans AS (période de 1967 à 1976) | - * | PERF. FIN. : Les firmes AS semblent moins performantes, bien que l'écart ne soit pas significatif sur les 9 indicateurs de mesure utilisés. Cette étude mélange toutefois les « employee stock purchase plans » et les ESOP, sans indiquer clairement les critères utilisés pour choisir les 2 échantillons. |
| Conte & Tannenbaum (1978) | USA, Canada | 98 entreprises avec AS (30 *via* une détention en direct, 68 *via* un ESOP) comparées à des entreprises sans AS / détention via un ESOP / ou en direct, % du capital détenu, taux de participation des salariés | + * | PERF. FIN. *(ratio EBIT / CA de l'entreprise comparé à la moyenne du secteur d'activité pour l'année 1976)* : L'AS a une influence positive sur la performance, quoique non significative statistiquement à cause des valeurs manquantes ; seulement la détention d'actions par les salariés en direct est positivement (avec une faible significativité toutefois) associée à la performance. |

- Les principales conclusions des études quantitatives sur le lien entre l'actionnariat salarié et la performance financière des entreprises

Le tableau 5 présente ainsi une synthèse des résultats d'une centaine études empiriques réalisées au cours des 35 dernières années sur les effets de l'actionnariat salarié sur la performance économique, financière et boursière de la firme.

Comme nous l'avons déjà souligné auparavant, la majorité de ces études varient en général dans leurs conclusions quant à l'existence d'une relation neutre ou bien d'une relation positive entre l'actionnariat salarié et la performance financière des entreprises l'ayant mis en place. Néanmoins, les méta-analyses réalisées par Kruse et Blasi (1997), Sesil et al. (2001) et Kruse (2002), concluent par l'existence d'un lien positif et significatif entre actionnariat salarié et performance. Par ailleurs, une autre méta-analyse publiée par Doucouliagos (1995) démontre que les entreprises ayant mis en place un système de participation financière des salariés (allant du simple partage des profits jusqu'aux *labor managed firms*) ont un niveau de performance supérieur aux entreprises classiques.

Globalement, trois principaux résultats doivent être soulignés pour conclure cette première partie de la revue de la littérature empirique concernant les effets de l'actionnariat salarié : les entreprises avec actionnariat salarié sont caractérisées par un meilleur taux de rentabilité et de productivité, elles ont un meilleur taux de survie, elles créent de la valeur actionnariale.

*a) Meilleur taux de rentabilité et productivité*

En moyenne, les entreprises avec actionnariat salarié sont plus performantes que celles qui n'ont pas de système d'actionnariat salarié et ces entreprises ont des meilleurs indicateurs de performance après l'adoption de l'actionnariat salarié qu'avant la mise en place du plan. Certains auteurs ont estimé l'effet moyen de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises à approximativement 4% annuellement (Freeman, 2007).

*b) Meilleur taux de survie de la firme*

La recherche empirique indique non seulement une meilleure rentabilité et productivité pour les entreprises avec actionnariat salarié, mais aussi une plus grande probabilité de survie pour ces entreprises (Blasi & Kruse, 1998, 2007 ; Park, Kruse & Sesil, 2004 ; Blair &

al., 2000 ; Estrin & Jones, 1992). Plusieurs études montrent ainsi que les entreprises avec actionnariat salarié sont significativement moins susceptibles de faire faillite ou de disparaître pour quelque raison que ce soit.

Ainsi, selon Blair et al. (2000), les entreprises avec actionnariat salarié significatif ont 20% de chances de plus de survivre que des entreprises similaires, ayant la même taille et appartenant au même secteur d'activité. Ces auteurs considèrent l'actionnariat salarié comme une « force stabilisatrice », augmentant les chances de survie de l'entreprise (au sens financier du terme), ainsi que ses chances de rester indépendante (Hollandts, 2007). Les recherches de Welbourne et Cyr (1999) ou bien de Kruse et Blasi (1999) concluent de même à des taux de survie supérieurs pour les entreprises avec actionnariat salarié.

Par ailleurs, Blair & al. (2000) expliquent que ces entreprises ont une main-d'œuvre plus stable et recrutent plus, en mettant l'accent plus fortement sur l'emploi. Ainsi, l'actionnariat salarié est associé à une plus grande stabilité de l'emploi, ce qui ne semble pas avoir lieu aux dépens de l'efficacité de la firme. Une explication avancée par les auteurs, c'est le fait que ces entreprises prennent mieux en compte le rôle et la spécificité de la gestion du capital humain dans leur stratégie de création de valeur (*ibid.*).

### c) *Plus-values pour les actionnaires*

Quant aux plus-values des actionnaires suite à la participation des salariés au capital, Joseph Blasi et ses collègues (2003) expliquent que selon les résultats des études analysées, les entreprises et leurs investisseurs font plus de profits en faisant participer les salariés au capital car en donnant aux salariés 8% du capital, ils bénéficient en retour d'une rentabilité supérieure de 2% en moyenne pour les actions qu'ils détiennent après dilution.

Les questions de la stabilité d'emploi, de l'évolution, et de la survie de la firme sont étroitement liées à la performance de la firme. Dans les sociétés avec actionnariat salarié les managers peuvent essayer de stabiliser l'emploi pour maintenir un engagement élevé dans le travail et les employés peuvent exercer des pressions formelles ou informelles afin d'augmenter la sécurité du travail[85].

[85] Par exemple, une majorité d'Américains disent que s'ils possédaient des actions de leur compagnie et un investisseur extérieur essayait une OPA, ils ne vendraient pas même pour deux fois le cours en bourse de l'action (scrutin d'EBRI/Gallup, en 1994, récapitulé en Kruse et Blasi, 1999).

Pour résumer sur le lien « actionnariat salarié – performance », selon les résultats des études mentionnées dans notre revue de littérature, l'actionnariat salarié semble avoir un effet positif :

- sur *la rentabilité des capitaux* (Long, 1980; Conte et Svejnar 1990; GAO, 1987),
- sur *le retour sur les capitaux propres* (Wagner et Rosen, 1984),
- sur *le retour sur les investissements* (Trebucq, 2004),
- sur *la croissance des bénéfices comptables par action* (Wagner et Rosen, 1984),
- sur *la productivité* (Marsh et McAllister, 1981), sur *le chiffre d'affaire*, sur *les ventes par employé*[86]. (Quarrey, 1993),
- sur *la croissance des ventes* (Quarrey et Rosen, 1987 ; Wagner et Rosen, 1984),
- sur *la croissance de l'emploi* (Quarrey et Rosen, 1993; Winther et Marens, 1997, Logue et Yates, 2001, Trachman, 1985; Rosen et Klein, 1983),
- sur *le cours de l'action* (Long, 1980).

D'ailleurs, un certain nombre d'études ont essayé de contrôler *le biais d'autosélection* qui résulte des types de sociétés qui adoptent l'actionnariat salarié, mais ces corrections ont fait peu de différence substantielle dans les résultats[87].

Ainsi, S. Freeman (2007) souligne que même si, de manière générale, la théorie économique est suspecte quant aux effets de l'actionnariat salarié (comme démontré dans le premier chapitre de notre recherche), les suppositions théoriques pessimistes des économistes qui ont analysé le cas des entreprises associant les salariés au capital et à la prise de décision (Alchian et Demsetz 1972 ; Jensen et Meckling 1979) ne sont pas confirmées par les études empiriques. Tandis qu'Alchian et Demsetz (1972) estiment qu'une baisse de productivité est prévisible dans ce type d'entreprise, les méta-analyses mentionnées auparavant démontrent que la productivité des entreprises avec actionnariat salarié est supérieure en moyenne de 6,2% par rapport aux entreprises sans actionnariat salarié (Kruse, 2002 ; Sesil & al., 2001).

Par ailleurs, les chercheurs appartenant au paradigme contractualiste de la firme considèrent que les coûts de monitoring doivent augmenter avec le degré de participation des salariés dans le processus de prise de décision et que la productivité devrait être moindre dans les coopératives et les entreprises associant les salariés à la prise de décision (Jensen et Meckling, 1979). Or, comme rappelé d'ailleurs par Xavier Hollandts (2007),

[86]Dans le passé, des études ont trouvés respectivement une amélioration de 4-5%, 2,4% et 2,3-2,4% par an.

[87] En outre, les résultats des études sur les salariés qui acceptent des modes de rémunération variables, de type « incitation collective », indiquent que les résultats d'une performance généralement positive sont peu susceptibles d'être expliqués par une *autosélection* des salariés (Weiss, 1987, cité par Freeman, 2007).

plusieurs recherches empiriques mettent en évidence le fait que la participation des salariés à la prise de décision renforce la performance des entreprises ayant une structure du capital avec actionnariat salarié (Hochner & al., 1985 ; Kardas & al., 1997; Winther & Marens, 1997 ; Logue & Yates 1999, 2001 ; Kruse & al., 2004).

Par ailleurs, les travaux empiriques ayant mis en évidence l'existence d'une relation curvilinéaire entre l'actionnariat salarié et la performance (Dondi, 1992a, 1992b ; Hollandts, 2007 ; Guedri et Hollandts, 2008a, 2007b ; Garfatta, 2010) ont attiré fortement notre attention.

Ces recherches apportent des éléments de réponse plus originaux aux résultats contrastés des 100 études empiriques que nous avons passées en revue en soulignant le fait que la relation existante entre l'actionnariat salarié et la performance de la firme, complexe par nature, ne peut sûrement pas être seulement monotone (Pierce & Rodgers, 2004).

Les résultats de ces travaux démontrent qu'il faut tenir compte de la dynamique de l'actionnariat salarié, de son poids relatif et de son évolution, afin de mieux décrypter la complexité de l'objet de recherche qu'est l'actionnariat salarié, ils rappellent par ailleurs la nécessité de regards théoriques cumulatifs.

Ceci étant dit, nous finirons cette section par le fait de constater que ce premier groupe d'études empiriques consacrées aux effets de l'actionnariat salarié sur la performance économique, financière ou boursière de la firme analyse cette relation sans chercher à rentrer dans la « boîte noire » qu'est la firme car les mécanismes qui permettent la réalisation des gains potentiels évoqués ci-dessus ne sont presque pas du tout abordés par toutes ces études. Effectivement, toutes ces études se focalisent plutôt sur le niveau macro - organisationnel et concluent globalement que l'adoption d'un plan d'actionnariat salarié devrait mener à une amélioration des profits de la firme, sans rien dire toutefois sur les processus au sein de la firme qui mènent à cette augmentation des profits (Eisenhardt, 1989).

C'est pourquoi nous allons passer maintenant en revue une deuxième catégorie d'études empiriques, focalisées sur la relation entre l'actionnariat salarié et la performance organisationnelle de la firme, au niveau micro-organisationnel, prenant appui sur le champ des théories sur le comportement organisationnel. Ce deuxième groupe d'études ayant analysé les aspects cognitivo-comportementaux du mécanisme de l'actionnariat salarié suggère que l'actionnariat salarié peut améliorer la performance de l'entreprise *via* des attitudes et des comportements positifs des salariés au sein de l'entreprise.

## ETUDES EMPIRIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LES DETERMINANTS DE LA PERFORMANCE ORGANISATIONNELLE

Comment l'actionnariat salarié affecte-t-il les attitudes et le comportement des employés, et la performance organisationnelle en général? L'actionnariat salarié peut avoir des effets positifs si les employés évaluent la propriété en soi ou bien s'ils perçoivent qu'elle leur apporte des gains plus importants (sécurité de l'emploi, ou contrôle du lieu de travail). D'autre part, l'actionnariat salarié peut avoir des effets négligeables voire négatifs si les employés ne perçoivent aucune différence dans leur vie au travail, détestent le risque supplémentaire quant à leur salaire et à leur richesse, ou si l'actionnariat salarié a soulevé des attentes qui n'ont pas été accomplies.

Afin de mieux appréhender les interactions organisationnelles induites par la mise en place de l'actionnariat salarié au sein des entreprises, nous avons recensé soixante-trois recherches empiriques qui ont étudié les attitudes et le comportement des employés sous le régime de l'actionnariat salarié, publiées lors des trente-cinq dernières années.

La plupart des études ont fait des comparaisons en coupe (étude transversale) entre les salariés actionnaires et les salariés non actionnaires (qui peuvent être dans la même société ou dans différentes sociétés), alors que quelques unes ont fait des comparaisons longitudinales avant et après l'adoption ou l'arrêt des régimes de l'actionnariat salarié, et d'autres ont regardé au sein des groupes d'actionnaires salariés pour voir comment les attitudes sont liées à des différents dispositifs du régime ou aux caractéristiques des employés.

Sur les 63 études recensées, la grande majorité des travaux souligne une influence positive de la mise en place de l'actionnariat salarié sur les attitudes et les comportements des salariés au travail (49 études), quelques études ne trouvent aucun effet de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle (8 études), puis certains travaux concluent par une relation négative entre l'actionnariat salarié et les attitudes ou les comportements des salariés au travail (6 études).

La plupart des études trouvent un *engagement et une identification à l'organisation plus élevés* sous les régimes de l'actionnariat salarié, alors que *les études sont partagées entre les résultats favorables et neutres sur la satisfaction professionnelle, la motivation, et d'autres mesures comportementales*. Il est rare de trouver des attitudes plus mauvaises et des comportements au travail qui seraient pires sous le régime de l'actionnariat salarié[88].

Il n'y a *aucune amélioration automatique* des attitudes et du comportement liés au fait d'être simplement un salarié actionnaire**.**

Un certain nombre d'études trouvent une satisfaction, une implication au travail et une motivation plus élevées parmi les salariés actionnaires, mais d'autres ne trouvent aucune différence significative entre les salariés actionnaires et les salariés qui ne sont pas actionnaires, ou bien avant et après un rachat de l'entreprise par les employés.

Par contre, là où les études trouvent des attitudes améliorées sous un régime d'actionnariat salarié, c'est presque toujours dû au fait d'avoir un statut de salarié actionnaire, plutôt qu'à l'importance de la participation financière en termes de taux du capital détenu.

Une participation et une influence plus grandes des travailleurs dans la prise de décision renforcent la performance des entreprises avec actionnariat salarié (Kruse & al., 2004) et peuvent aider à générer des sentiments de propriété, mais les études sont mélangées sur le fait de savoir si les salariés actionnaires sont plus susceptibles de percevoir et de désirer une plus grande participation aux décisions.

L'importance de la participation est indiquée par la conclusion d'Andrew Pendleton et ses collègues (1998) qui considèrent que le fait de participer à la prise de décision est plus important que le taux de l'actionnariat salarié pour faire émerger le sentiment de propriété chez les salariés actionnaires. Effectivement, une plus grande participation des travailleurs et une influence croissante peuvent générer une meilleure utilisation des qualifications et des connaissances des salariés, et peuvent être un complément important de l'actionnariat salarié permettant ainsi d'améliorer les attitudes et les comportements des salariés au travail et la performance organisationnelle.

Par ailleurs, il n'y a aucune preuve de diminution de l'envie de se faire représenter par les syndicats au sein des sociétés avec actionnariat salarié.

---

[88] Seulement une des études a trouvé une satisfaction inférieure parmi des employés - propriétaires comparés à un échantillon d'employés de tout le pays, mais c'était dans une entreprise avec un ESOP où le syndicat avait perdu une grève amère l'année d'avant (Kaarsemaker, 2006).

La revue de la littérature empirique suggère aussi que l'actionnariat salarié est positivement lié aux attitudes des salariés et à la performance organisationnelle (Rosen & Quarrey, 1987 ; Wagner et Rosen, 1985).

Néanmoins, les processus psychologiques qui expliquent la relation entre l'actionnariat salarié et l'efficacité organisationnelle ne sont pas encore bien clairs (Kruse & Blasi, 1997). Les recherches menées à ce sujet par Pierce et ses collègues soumettent l'idée de l'apparition d'un *sentiment de propriété psychologique* (*psychological ownership*) chez les salariés actionnaires qui donnerait aux salariés l'impression d'être en partie propriétaire de l'entreprise (Pierce, Kostova & Dirks, 2001 ; Pierce, Rubenfeld & Morgan, 1991).

L'étude de ce sentiment de propriété psychologique dans le contexte français nous semble donc importante pour la compréhension de l'impact de l'actionnariat salarié sur certains aspects de l'efficacité organisationnelle des entreprises françaises cotées.

**Tableau 5 : Les principaux travaux étudiant les effets de l'actionnariat salarié sur la performance financière de l'entreprise**

(adapté, complété et mis à jour de Kaarsemaker, 2006)

| Références | Pays | Méthodologie / indicateur de mesure de l'AS | Signe de la relation | Variables & indicateurs utilisés / commentaires sur les résultats |
|---|---|---|---|---|
| Kurtulus, Kruse, & Blasi (2011) | USA | Données issues du "NBER Shared Capitalism Survey", plus de 40000 salariés dans 14 firmes. | + | Recherche sur les préférences des salariés en termes de participation financière et de l'impact des caractéristiques des salariés et du travail sur ces préférences (l'aversion au risque des salariés, le contrôle du travail, la perception des collègues et des dirigeants). En moyenne, les salariés souhaitent à peu près 20% de rémunération variable (AS, participation aux bénéfices ou stock-options). Les préférences ne sont pas déterminées par les caractéristiques des salariés, mais par le contexte du travail. La confiance inspirée par les dirigeants est un déterminant important. |
| Abi Saleh, 2008 | FR | Données d'enquête, menée auprès des directeurs des ressources humaines au sein des entreprises du SBF250 (118 entreprises interrogées, échantillon final composé de 47 entreprises). | + | Cette étude, à travers une approche quantitative, a pu confirmer les effets positifs de l'actionnariat salarié sur la performance organisationnelle de l'entreprise. Si les salariés sont surtout sensibles à l'aspect financier de l'AS, il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'une pratique sociale contribuant par ses effets RH à l'amélioration de la performance organisationnelle.<br>Le simple fait de mettre en œuvre des plans d'actionnariat salarié ne peut pas affecter la performance de l'entreprise. Le contexte stratégique et organisationnel peut moduler considérablement les effets des plans d'actionnariat salarié. Par ailleurs, pour tirer le meilleur parti de cette pratique, l'actionnariat salarié doit s'insérer dans un « système » de pratiques de gestion des ressources humaines cohérentes, au service de la performance de l'entreprise. |
| Caramelli (2006) | FR | 1500 salariés de grands groupes, actionnaires ou pas | + | Cette recherche confirme que l'AS peut avoir des effets attitudinaux positifs même dans le contexte des grands groupes multinationaux. Ce travail apporte également des éléments de compréhension des processus par lesquels l'AS induit des réactions affectives positives chez les salariés. Il confirme notamment le rôle fondamental de l'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'AS, de l'information et des droits à la prise de décision. Il suggère aussi l'importance du concept d'implication philosophique des salariés vis-à-vis de l'AS, et montre qu'il est aussi important dans les effets attitudinaux de l'AS que l'Implication Philosophique des Dirigeants. |
| Hsieh & Liu (2006) | Thaïlande | Données d'enquête, échantillon de 153 salariés de 55 sociétés de hautes technologies avec ESOP | + | Turnover : L'AS diminue le taux de rotation des salariés. |
| Kaarsemaker (2006) | Pays-Bas | Données d'enquête, échantillon de 772 salariés de 10 sociétés | + | L'AS impacte positivement la performance organisationnelle si un système plus large intégrant d'autres pratiques de GRH (la participation à la prise de décision, le partage de l'information, la participation aux bénéfices, la formation des salariés et la médiation en cas de conflits) est mis en place en même temps que l'AS ; construit sur une |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | philosophie de management qui considère sérieusement les salariés actionnaires comme étant des actionnaires. |
| Sen Gupta & al. (2006) | R.-U. | Données issues du British WERS 98 | - * | Engagement, turnover : Effet négatif (non significatif) de l'AS sur l'engagement organisationnel, effet négatif (significatif) sur le taux de rotation des salariés. *Des effets positifs significatifs sur les indicateurs de mesure de la performance financière et de la productivité du travail. |
| Guillot-Soulez (2005) | FR | Données d'enquête, 607 bénéficiaires, 3 entreprises cotées | + | Implication : La détention de stock-options favorise l'implication des bénéficiaires. Les stock-options apparaissent comme une pratique de gestion des ressources humaines efficace qui permet d'attirer les talents et favorise l'adhésion et la fidélisation des salariés bénéficiaires. |
| Bakan & al. (2004) | R.-U. | Données d'enquête, échantillon de 430 salariés d'une grande entreprise de commerce | + | Engagement, implication, intégration : L'AS est associé positivement (et significativement) à l'engagement organisationnel. Les effets sur l'implication et l'intégration sont faibles. |
| Culpepper & al. (2004) | USA | Données d'enquête, échantillon de 321 pilotes de l'air, salariés de trois compagnies aériennes, tous étant membres actifs du même syndicat | + | Engagement : La perception de l'engagement des dirigeants envers l'AS, l'augmentation de l'autonomie suite à la mise en place de l'AS perçue par les salariés et la perception de la valeur financière ont un impact positif significatif sur la composante affective de l'engagement. L'autonomie perçue *(empowerment*) est de même corrélée positivement et significativement à la composante normative de l'engagement. La valeur de la contribution annuelle de l'employeur influence positivement et significativement l'engagement dans la durée des salariés. |
| Dvir & al. (2004) | Israel | Données d'enquête, échantillon de 183 salariés de six sociétés de hautes technologies | + | Engagement : La perception des salariés d'une vision claire de l'entreprise chez les dirigeants influence la composante affective de l'engagement, mais pas l'engagement dans la durée. |
| Freeman & al. (2004) | USA | Données issues du GSS 2002 (N=1242) et d'une enquête auprès de 6717 salariés d'une grande société high-tech | + | Motivation / activité contre le resquillage : Tous les salariés sont plus motivés à agir cotre les resquilleurs quand ils détiennent une part plus importante du capital de la société. Pas d'interactions significatives avec la participation à la prise de décisions dans l'enquête GSS. Dans les données issues de la société, l'AS est un déterminant fort du sentiment de propriété psychologique, qui est un déterminant fort de l'activité anti-resquillage. De même, un indice des pratiques RH composé de la présence de l'AS et d'un certains nombre de pratiques complémentaires (la participation aux bénéfices, l'implication des salariés, la formation, le partage de l'information et la sécurité de l'emploi) a un impact positif fort et significatif sur le niveau de l'activité contre le resquillage. |
| Hallock & al. (2004) | USA | Données d'enquête, échantillon de 292 salariés d'une société de transport avec ESOP | + | Satisfaction : Globalement, l'influence perçue par les salariés de leur impact sur la performance et sur les processus de prise de décision influence positivement (et significativement) la satisfaction par le mécanisme de l'ESOP. |
| Renaud & al. (2004) | Canada | Données d'enquête au sein d'une très grande société de services financiers | + | Performance individuelle : Une relation positive (significative) est trouvée entre la participation des salariés au capital de l'entreprise et l'évaluation des salariés réalisée par leur supérieur. De même, les salariés n'étaient pas plus |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | (N=1923 fin 1998 ; 1775 fin 1997 ; 1687 fin 1996) ; avec une moyenne de 23% de salariés actionnaires | | performants l'année précédant le fait de devenir actionnaires, mais ils étaient plus performants l'année d'après. |
| Brown & Sessions (2003) | R.-U. | Données de l'enquête britanniques des attitudes sociales en 1985, 1987, 1993 et 1996 (N=5199, dont 213 salariés actionnaires) | + | Intention de quitter l'entreprise, satisfaction au travail : Généralement, les salariés actionnaires ont un niveau de satisfaction au travail plus important, et une intention plus faible de quitter l'entreprise, mais la majeure partie des coefficients n'étaient pas significatifs statistiquement. |
| Kuvaas (2003) | Norvège | Données d'enquête, échantillon de 108 salariés d'une entreprise cotée avec AS | + | Engagement : Les préférences des salariés pour la détention des actions (par rapport aux versements en espèces) tout comme l'équité perçue des plans d'actionnariat salarié (à travers un bonus annuel calculé en fonction des résultats et versé en actions) ont un effet positif et significatif sur la composante affective de l'engagement. |
| Mazibuko & Boshoff (2003) | Afrique de Sud | Données d'enquête, échantillon de 586 salariés (dont 66% sont actionnaires) de 2 entreprises de commerce | + | Engagement, perception de l'ESOP : La confiance dans le management et un indicateur de mesure de l'autonomie des salariés (*empowerment*) sont positivement et significativement reliés aux perceptions des salariés de l'ESOP, ce qui à un effet positif et significatif sur l'engagement organisationnel. |
| Ros (2003) | USA | Données d'enquête, échantillon de 116 salariés d'une firme ESOP et 118 salariés de six autres firmes comparables | = | Motivation / activité contre le resquillage : Pas de différence significative concernant la motivation des salariés à réaliser plus d'efforts, à s'engager contre le resquillage et à contrôler leurs collègues. |
| Wagner & al. (2003) | USA | Données d'enquête, échantillon de 2755 salariés non cadres dirigeants au sein d'une grande entreprise (appartenant à 215 groupes de travail, dans 33 magasins) | + | Attitudes envers l'organisation, sentiment de propriété psychologique, performance financière : Le niveau de l'AS, la participation à la prise de décisions, la reconnaissance des salariés sont corrélés positivement (et significativement) avec le sentiment de propriété psychologique, qui à son tour est associé positivement (et significativement) aux attitudes des salariés envers l'organisation. |
| Dong & al. (2002) | Chine | Données d'enquête, échantillon de 1033 salariés (dont 291 actionnaires) | + | Engagement, satisfaction au travail, influence perçue : L'AS est associé positivement et significativement avec l'engagement organisationnel, la satisfaction au travail et l'influencez perçue. |
| Gamble & al. (2002) | USA | Données d'enquête, échantillon de 321 pilotes de l'air d'une seule compagnie aérienne | + | Satisfaction et implication au travail : L'autonomie des salariés résultant de l'ESOP à un effet positif (et significatif) sur la satisfaction avec l'ESOP, mais l'effet sur la satisfaction au travail n'est pas significatif. L'engagement des dirigeants envers l'ESOP a un effet positif significatif sur la satisfaction au travail. La valeur financière de l'ESOP a un très fort effet positif et significatif sur la satisfaction avec l'ESOP ainsi que sur la satisfaction au travail. La satisfaction des salariés est à son tour associée positivement et significativement avec l'implication au travail. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Kalmi (2002) | Estonia | Données d'enquête, échantillon de 142 salariés, de 6 entreprises après privatisation | = | Intégration, implication, loyauté, satisfaction au travail : Globalement, pas d'association significative entre l'AS et les mesures des attitudes des salariés. La perception de la participation est associée positivement et significativement avec l'intégration, l'implication et la satisfaction au travail ; pas d'interaction avec l'AS. La perception de l'information est fortement associée (et significativement) avec la satisfaction au travail. |
| Pendleton (2001) | R.-U. | Données d'enquête, échantillon de 306 salariés, de 7 entreprises après privatisation | + | Engagement : L'AS n'a pas d'effet direct sur l'engagement organisationnel, mais il a un effet positif indirect à travers le sentiment de propriété psychologique. Néanmoins, la plupart de salariés ne ressentent pas de forts sentiments de propriété. Les récompenses financières associées à l'AS ne semblent pas avoir d'impact direct non plus. |
| Trewhitt (2000) | R.-U. | Données d'enquête, échantillon de 90 salariés, d'une entreprise entièrement détenue par des salariés | + | Influence perçue et désirée : L'écart entre l'influence perçue et désirée entre les salariés actionnaires et les salariés non-actionnaires est très significatif statistiquement. |
| Australian Government– Department of Employment (1999) | Australia | Données d'enquête (issues du WIRS95), échantillon de 19155 salariés, de 1000 entreprises du secteur privé, dont 20% AS | + | Perceptions et attitudes des salariés : Les firmes AS sont associées avec des perceptions plus fortes de l'amélioration de la productivité, une plus grande propension à mesurer la productivité, des niveaux plus bas d'absentéisme, de turnover, de niveaux plus forts de changement organisationnel. Mais aussi avec un niveau plus fort de disputes au travail, des résultats mitigés en termes de participation des salariés. |
| Brown & al. (1999) | FR | Données longitudinales (base de données ERMES) de 127 entreprises (> de 300 salariés), 25 étant AS | + | Absentéisme : La mise en place de l'AS sans l'intéressement réduit plus fortement l'absentéisme, suivie de près par la combinaison de l'AS et l'intéressement. L'intéressement seul semble le moins efficace en termes de réduction de l'absentéisme. Le fait d'adopter l'AS après l'intéressement diminue l'absentéisme, tandis que l'adoption de l'AS avant l'intéressement semble l'augmenter légèrement. |
| Festing & al. (1999) | Allemagne, France, Suède, R.-U. | Données du CRANET (au niveau des entreprises, le nombre de salariés varie de 1287 à 2398, car les données sur l'absentéisme et le turnover ne sont pas disponibles pour la France) | + | Absentéisme, turnover, profits: Une relation positive significative est trouvée entre l'AS (diverses formes) avec des indicateurs de mesure des profits et avec le turnover, et une relation négative significative avec l'absentéisme. |
| Keef (1998) | Nouvelle Zélande | Données d'enquête auprès de l'encadrement intermédiaire d'une grande société de haute technologie (première vague de 198 salariés, 2ième vague de 125) | = | Engagement, satisfaction : Pas de différences significatives dans les attitudes au travail entre les salariés actionnaires et les salariés non actionnaires après la mise en place de l'AS |
| Pendleton & | R.-U. | Données d'enquête, 234 salariés, | + | Intégration, implication, intention de quitter l'entreprise, engagement, perception des changements dans les |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| al. (1998) | | dans 4 entreprises de transport privatisées avec ESOP | | comportements, satisfaction, sentiment de propriété psychologique : L'AS et la perception d'une augmentation de la participation à la prise de décision ont un effet positif significatif sur le sentiment de propriété psychologique. Le sentiment de propriété psychologique à son tour est associé positivement et significativement avec les variables de l'étude, sauf l'intention de quitter l'entreprise. |
| Huang (1997) | Thaïlande | Données d'enquête, 308 firmes, dont 46,7% avec AS | - | Absentéisme, mobilité, productivité : L'AS a un effet positif significatif sur la mobilité, pas d'impact significatif sur l'absentéisme, et un effet négatif significatif sur l'efficacité organisationnelle. |
| Grunberg & al. (1996) | USA | Données d'enquête, 15 usines (dont 3 coopératives et 1 ESOP), N=1429 | - | Sécurité sur le lieu du travail : les firmes AS semblent moins performantes (nombre d'accidents de travail avec blessures), conditions économiques moins bonnes dans les firmes AS. Plus tard, Kardas (1997) critique cette étude quant à la représentativité de son échantillon. |
| Greenberg & Grunberg (1995) | USA | Données d'enquête, 15 usines (dont 3 coopératives et 1 ESOP), N=1247, industrie du bois | - | Satisfaction, alcoolisme au travail : les salariés des 3 coopératives et de la firme avec ESOP semblent moins satisfaits au travail, une association positive significative est trouvée entre le fait de travailler dans ces firmes et un taux d'alcoolisme fort, avec des conséquences négatives sur le travail. Ceci est probablement du aux conditions économiques moins bonnes dans les firmes AS. |
| Keef (1994) | Nouvelle Zélande | Données d'enquête, 105 salariés (managers) d'une société financière avec AS | + | Intégration, implication, engagement, motivation, satisfaction : Globalement, les salariés ayant vendu leurs actions ont un meilleur niveau d'attitudes au travail par rapport aux salariés n'ayant jamais détenu d'actions, mais ce niveau n'était pas significativement plus bas comparativement aux salariés n'ayant pas vendu leurs actions. |
| Buchko (1993) | USA | Données d'enquête, 181 salariés d'une société de média avec AS | + | Engagement, satisfaction, intention de quitter l'entreprise : L'influence perçue (comme résultat de l'AS) a un effet positif sur la satisfaction avec l'AS et au travail, ainsi que sur l'engagement organisationnel, qui est à sont tour relié négativement à l'intention de quitter l'entreprise. Les gains financiers issus de l'AS sont importants influent seulement la satisfaction avec l'AS. |
| Buchko (1992a) | USA | Données d'enquête, 218 salariés, une société de média et communication | + | Satisfaction avec l'AS, engagement, intention de quitter l'entreprise, implication au travail, satisfaction au travail : La perception que la mise en place de l'AS a augmenté l'influence et le contrôle a un effet positif et significatif sur l'engagement organisationnel, l'implication au travail, la satisfaction avec l'AS et la satisfaction au travail, avec un impact négatif sur l'intention de quitter l'entreprise. La participation au plan d'AS en tant que tel ne fait pas la différence, ayant seulement un effet positif significatif sur le niveau de satisfaction avec l'AS. |
| Buchko (1992b) | USA | Données d'enquête, 218 salariés, une société de média et communication | + | Intention de quitter l'entreprise, engagement, satisfaction avec l'AS : La valeur financière de l'AS et le contrôle et l'influence perçus associés à la mise en place de l'AS ont un impact positif sur l'engagement organisationnel et la satisfaction avec l'AS. Seulement l'influence perçue a un effet négatif sur l'intention de quitter l'entreprise et sur le taux de départs volontaires. Les salariés quittant l'entreprise se perçoivent comme ayant moins d'influence que les salariés qui restent. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Onaran (1992) | USA | Données d'enquête, 183 salariés, 10 entreprises, dont trois avec AS (données sur les salaires pour 985 salariés) | + | Equité : Les inégalités sociales et économiques (salaire, richesse, pouvoir, prestige et privilèges) sont moindres dans les firmes avec AS et un haut niveau de participation à la prise de décisions, par rapport aux firmes conventionnelles comparables. |
| Rooney (1992a) | USA | Données sur 85 entreprises | + | Santé, sécurité au travail : L'effet combiné de l'AS et de la participation à la prise de décisions sur un indicateur de mesure du nombre d'accidents au travail (blessures / maladies) apparaît comme étant négatif et significatif. |
| Rooney (1992b) | USA | Données sur 172 entreprises | + | Satisfaction : Les coopératives ont le plus haut niveau de satisfaction au travail (mesuré via l'absentéisme, le taux des départs, les coûts de monitoring), suivies de près par les firmes AS. Les firmes conventionnelles ont le niveau le plus faible. Ce classement est aussi valable pour le niveau de participation à la prise des décisions dans ces firmes. |
| Wilson & Peel (1990) | R.-U. | Données longitudinales (5 ans) sur un échantillon de 52 sociétés d'ingénieurs | + | Turnover, absentéisme : L'AS diminue le taux d'absentéisme ainsi que le taux des départs volontaires. |
| Tucker & al. (1989) | USA | Données collectées dans une petite entreprise, avant et après la mise en place de l'AS | + | Engagement, satisfaction : L'AS a une influence positive sur l'engagement organisationnel et la satisfaction au travail. Les niveaux de l'influence perçue ne changent pas et n'ont pas d'impact apparent. |
| Klein & Hall (1988) | USA | Données d'enquête, 2804 salariés dans 37 firmes avec AS | + | Satisfaction : Les caractéristiques de l'AS (les contributions de l'entreprise, la communication, l'implication managériale envers l'AS, les raisons non-financières de sa mise en place et l'ancienneté du plan de l'AS), les caractéristiques des salariés (salaires, poste, âge) et l'engagement organisationnel, tous ces facteurs contribuent significativement à l'explication de la satisfaction des salariés avec l'AS |
| Cacioppe & Kenny (1987) | Australie | Données d'enquête, 17 salariés de la même société | + | Satisfaction, engagement, implication : L'AS augmente le niveau de satisfaction au travail, l'engagement organisationnel et l'implication, les attitudes des cadres et des salariés non cadres deviennent plus similaires. |
| Klein (1987) | USA | Données d'enquête, 2804 salariés de 37 firmes avec AS | + | Satisfaction, engagement, intentions de quitter l'entreprise : Les résultats confirment les modèles extrinsèque et instrumental de la satisfaction des salariés avec l'AS, mais pas le modèle intrinsèque (stipulant des effets liés au simple fait de détenir des actions de son entreprise). En accord avec le modèle extrinsèque de la satisfaction, les bénéfices financiers substantiels des salariés grâce à l'AS sont associés avec un haut niveau de satisfaction et d'engagement organisationnel, et un faible niveau d'intention de quitter l'entreprise. C'est pareil quand la direction est très engagée dans la démarche de l'AS et quand l'entreprise met en place un vaste programme de communication en lien avec l'AS (confirmation du modèle instrumental). |
| Rosen & al. (1986) | USA | Données d'enquête, 2804 salariés dans 37 firmes avec AS | + | Engagement, intention de quitter l'entreprise, satisfaction au travail et envers l'AS : Pas de relation entre la détention des actions ou les droits de vote avec les variables étudiées. Néanmoins, l'implication philosophique des |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | dirigeants envers l'AS et la contribution financière de l'entreprise ont un effet positif sur la satisfaction, l'engagement, avec un effet négatif sur l'intention de quitter l'entreprise. Un vaste programme de communication concernant l'AS a des effets favorables sur la satisfaction avec l'AS et diminue l'intention de quitter l'entreprise. |
| Sockell (1985) | USA | Données d'enquête, 170 salariés dans 3 firmes avec AS | = | L'influence perçue et souhaitée : L'AS n'a pas d'effet sur l'écart entre le niveau d'influence perçue et désirée. |
| French & Rosenstein (1984) | USA | Données d'enquête, 566 salariés au sein de la même entreprise | = | Identification, satisfaction, participation souhaitée à la prise de décision : Pas d'effet indépendant significatif de l'AS sur les variables étudiées. L'association positive entre l'AS et l'information financière est plus forte chez mes salariés de bureau par rapport aux salariés dans les ateliers. Les salariés perçoivent l'AS plutôt comme un investissement financier, à cause du manque de participation dans la prise de décision. |
| Kruse (1984) | USA | Données d'enquête au sein de 2 entreprises (66 et 259 salariés), comparées à un échantillon de 548 salariés représentatif au niveau national | - / = | Motivation, participation désirée à la prise de décision, satisfaction au travail, identification : Globalement, un effet négatif ou pas d'effet de l'AS sur les variables étudiées. En général, les salariés plus âgés et ceux qui perçoivent un niveau plus fort de la participation à la prise de décision sont plus favorables à l'AS. |
| Oliver (1984) | R.-U. | Données d'enquête, 24 salariés, dans 6 entreprises | + | Engagement, identification, implication, loyauté : Les salariés des entreprises AS ont un niveau plus fort d'engagement organisationnel, d'identification, d'implication et de loyauté. |
| Hammer & al. (1982) | USA | Etude réalisée dans 2 entreprises de taille moyenne avec AS | + | Sentiment de la propriété, sens du contrôle, satisfaction au travail, engagement : La valeur financière de l'AS n'a pas d'impact. Le statut de salarié-actionnaire influence positivement le niveau d'engagement organisationnel et le sentiment de propriété. |
| Long (1982) | Canada | Données longitudinales de trois enquêtes dans une société d'électronique : le 1ier sept mois avant l'adoption de l'AS (N=147), le 2ième – 7 mois après (N=184), le 3ième – 18 mois après (N=248) | + / = | Intégration, implication, engagement, motivation, satisfaction : Un effet modérateur de la participation à la prise de décision sur la relation entre l'AS et les attitudes des salariés au travail. Le manque de vrais changements dans les attitudes provient de la faible implication philosophique des dirigeants envers l'AS. |
| Hammer & al. (1981) | USA | Données d'enquête, 112 salariés d'une entreprise industrielle | = / + | Absentéisme : Le taux d'absentéisme ne s'améliore pas après la mise en place de l'AS, néanmoins, l'absentéisme volontaire diminue. |
| Long (1981) | Canada | Données longitudinales de 3 enquêtes dans une société d'électronique : le 1ier sept mois avant | = | Perception de la participation à la prise de décision : Pas de changements majeurs dans la perception de l'influence des salariés sur le travail. Ces résultats s'expliquent partiellement selon l'auteur par le fait que l'entreprise vient de recruter beaucoup de nouveaux salariés, ainsi que par le manque de formation. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | l'adoption de l'AS (N=147), le 2ième – 7 mois après (N=184), le 3ième – 18 mois après (N=248). Le taux du capital détenu par les salariés est de 33% ; 83,3% salariés étant éligibles | | |
| Marsh & McAllister (1981) | USA | Données d'enquête, 166 firmes | + | Turnover, qualité du travail, réclamations, absentéisme, retards : Les managers des firmes avec AS indiquent de meilleurs scores concernant l'efficacité des salariés après l'adoption de l'AS. Parmi ces firmes, 36% ont un meilleur score sur le turnover, 32% signalent une meilleure qualité de travail, 18% - moins de réclamations, 10% - moins d'absentéisme, 8% - moins de retards. |
| Rhodes et Steers (1981) | USA | Comparaison entre une firme AS et une firme conventionnelle | + / - | Engagement, absentéisme, retards, turnover, réclamations, accidents : Les salariés dans l'entreprise AS ont un niveau d'engagement organisationnel plus élevé que ceux de la frime conventionnelle. Les différences s'expliquent par la perception d'une plus grande équité salariale et par la participation à la prise de décision. Les scores concernant l'absentéisme et les retards sont moins bons dans l'entreprise AS. |
| Christiansen (1980) | USA | Données issues de 97 entreprises (dont 74 PME) | + | Le moral des salariés : L'adoption de l'AS augmente le moral des salariés dans 56% de cas, n'a pas d'influence dans 24% de cas. L'augmentation est légèrement plus forte dans les PME, étant en diminution dans les grandes entreprises. L'obtention de droits de vote a un effet positif important, tandis que le recours à l'AS pour sauver des emplois influence négativement le moral des salariés. |
| Greenberg (1980) | USA | Données d'enquête, 551 salariés actionnaires et non actionnaires, 5 entreprises (4 AS & 1 sans AS) | + | Satisfaction : Une relation positive significative entre la participation à la prise de décision et la satisfaction au travail des salariés, ce qui explique la différence du niveau de satisfaction au travail entre les entreprises avec et sans actionnariat salarié. |
| Hammer & Stern (1980) | USA | Données d'enquête, 163 salariés d'une entreprise ayant été rachetée par les salariés 8 mois auparavant | - | Contrôle souhaité / préférence donnée à la participation à la prise de décision : La délégation de la prise de décisions aux managers et corrélée avec un fort niveau d'investissement en actions de son entreprise. L'AS est considéré comme un investissement financier, sans qu'il y ait d'association avec un sentiment de propriété psychologique lié à la détention des actions. |
| Long (1980) | Canada<br>USA | Données collectées dans 3 firmes AS | + | Intégration, implication, engagement, satisfaction, motivation, turnover, productivité : L'AS est accompagné par une forte augmentation de la participation des salariés à la prise de décisions. |
| Long (1979) | Canada | Données d'enquête, d'une entreprise AS, 6 mois (N=87) et 18 mois (N=82) après le rachat par les salariés | + | Perception du niveau de participation à la prise de décision : La moitié des salariés non cadres considèrent que le niveau de participation à la décision a augmenté avec l'AS. Les managers semblent encore plus fortement convaincus de la même chose. Les résultats ne changent pas significativement dans la durée. Les niveaux souhaités de participation à la prise de décision sont similaires chez les salariés cadres et chez les non cadres. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Russell & al. (1979) | USA | Interviews avec 165 salariés actionnaires et 241 non AS dans 6 entreprises de nettoyage avec AS ; 162 salariés dans 7 entreprises sans AS ; 140 salariés dans 4 services municipaux de nettoyage | + | Influence, identification, satisfaction, santé émotionnelle (tension nerveuse, angoisse, irritation) : Les salariés actionnaires dans les firmes AS perçoivent avoir plus d'influence que tous les autres, tandis que les salariés non actionnaires dans les firmes AS perçoivent une moindre influence sur leur travail. Globalement, les salariés actionnaires s'identifient plus facilement avec les objectifs organisationnels et semblent plus satisfaits de leur travail. L'AS diminue le niveau de tension nerveuse, d'angoisse et d'irritation au travail. |
| Goldstein (1978) | Australie | Données d'enquête, 264 salariés (dont 130 actionnaires) de la même entreprise | + | Motivation : Les salariés actionnaires perçoivent plus de responsabilité, challenge, salaires, richesse, application, participation que les salariés non actionnaires. Pas de différence significative quant au soutien et à la stabilité perçus, carrière et satisfaction. Le score de satisfaction est fort pour les deux groupes. |
| Long (1978a) | Canada | Données d'enquête, 87 salariés d'une PME de transport | + | Intégration, implication, engagement, satisfaction, motivation : Les salariés actionnaires ont un niveau supérieur d'intégration, implication et engagement organisationnel. L'AS a aussi une influence positive significative sur la satisfaction dans les deux groupes, néanmoins l'effet est plus important pour les salariés actionnaires. Pas de relation avec le niveau de perception de la participation à la prise de décision. |
| Long (1978b) | Canada | Données d'enquête, 87 salariés d'une PME de transport | + | Intégration, implication, engagement, satisfaction, motivation : L'AS a un effet indépendant positif et significatif sur l'implication et l'engagement. La participation à la prise de décision influence positivement l'intégration, l'implication, la satisfaction et la motivation. Pas d'interactions significatives entre les variables. |

*

*  *

## SYNTHESE 3

Comme nous pouvons le constater suite à notre synthèse des 163 études empiriques sur le sujet de l'actionnariat salarié, les recherches empiriques apportent souvent seulement des éclairages partiels à cause des choix méthodologiques faits par les différents auteurs et des divergences quant au choix des instruments de mesure utilisés. Ceci dans un contexte de recherche particulier car aucun des champs théoriques mobilisés par les chercheurs ne permet d'analyser la complexité du phénomène de l'actionnariat salarié dans son ensemble.

Les conclusions générales de la revue des 163 études empiriques ayant analysé l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance financière et organisationnelle de la firme, publiées ces trente-cinq dernières années, sont comme suit:

1. Les études sont généralement partagées entre des résultats favorables et neutres des effets de l'actionnariat salarié sur la performance financière et organisationnelle de la firme, avec très peu de résultats négatifs.

2. L'actionnariat salarié est lié à une augmentation du niveau de la productivité, à une plus grande stabilité d'emploi, à un meilleur développement de la firme, meilleur taux de survie de la firme, avec une influence positive sur sa rentabilité et sur sa performance financière.

3. La plupart des études ayant analysé l'impact de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle des entreprises trouvent un engagement et une identification à l'organisation plus élevés sous les régimes de l'actionnariat salarié, alors que les études sont partagées entre les résultats favorables et neutres sur la satisfaction professionnelle, la motivation, et d'autres mesures comportementales.

4. Tandis que l'actionnariat salarié peut améliorer souvent les attitudes et les comportements des salariés ou la performance financière de la firme, il *n'améliore pas automatiquement ces résultats* chaque fois qu'il est mis en application.

En ce qui concerne l'analyse de l'effet de l'actionnariat salarié sur les indicateurs de performance financière de la firme, certains auteurs ont mis en évidence l'existence d'une

relation curvilinéaire entre l'actionnariat salarié et la performance (Dondi, 1992a, 1992b ; Hollandts, 2007 ; Guedri et Hollandts, 2008a, 2007b ; Garfatta, 2010). Ces recherches apportent des éléments de réponse plus originaux aux résultats contrastés du premier groupe d'études empiriques (cf. tableau 5) en suggérant le fait que la relation existante entre l'actionnariat salarié et la performance de la firme, complexe par nature, ne peut sûrement pas être seulement monotone. Les résultats de ces travaux démontrent qu'il faut tenir compte de la dynamique de l'actionnariat salarié, de son poids relatif et de son évolution, afin de mieux décrypter la complexité de l'objet de recherche qu'est l'actionnariat salarié, ils rappellent par ailleurs la nécessité de regards théoriques cumulatifs.

Nous avons effectivement pu constater que ce premier groupe d'études empiriques consacrées aux effets de l'actionnariat salarié sur la performance économique, financière ou boursière de la firme analyse cette relation sans chercher à rentrer dans la « boîte noire » qu'est la firme car les mécanismes qui permettent la réalisation des gains potentiels évoqués ci-dessus ne sont presque pas du tout abordés par toutes ces études. Or, toutes ces études se focalisent plutôt sur le niveau macro - organisationnel et concluent globalement que l'adoption d'un plan d'actionnariat salarié devrait mener à une amélioration des profits de la firme, sans rien dire toutefois sur les processus au sein de la firme qui mènent à cette augmentation des profits (Eisenhardt, 1989).

D'où la nécessité de compléter les résultats de ce premier groupe de travaux par les conclusions issues du deuxième groupe de travaux de recherches focalisés sur les aspects organisationnels du mécanisme de l'actionnariat salarié (cf. tableau 6), car les différentes dimensions théoriques explorées au cours de cette première partie font apparaître l'actionnariat salarié comme un objet de recherche complexe à saisir qui comporte plusieurs facettes (Kaarsemaker, 2006).

Devant cette difficulté à conclure sur le lien entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise, il paraît donc indispensable de réfléchir à la possibilité de construire un modèle conceptuel permettant d'intégrer les deux approches théoriques de l'actionnariat salarié : les travaux ayant analysé ce mécanisme du point de vue économico-financier, focalisés sur la performance financière de l'actionnariat salarié, peuvent et doivent être enrichis des apports issus des recherches ayant analysé l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance organisationnelle des entreprises.

# DEUXIEME PARTIE

# TROIS ETUDES EMPIRIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES

# DEUXIEME PARTIE

# TROIS ETUDES EMPIRIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES

Dans la première partie nous avons essayé d'identifier sur un plan conceptuel les différentes approches théoriques susceptibles d'expliquer le lien entre actionnariat salarié et la performance économique, financière et organisationnelle des entreprises.

Pendant la revue de la littérature théorique nous avons croisé l'approche néo-classique de la firme basée sur les postulats de la théorie des droits de propriété et de la théorie de l'agence, avec une approche socio-cognitive de la firme, qui prend de plus en plus d'importance dans le cadre des travaux issus du jeune courant de recherche intéressé par les « *études sociales de la finance* ». Cela nous a permis de mettre en évidence les limites du cadre théorique contractualiste de la firme pour l'étude de notre objet de recherche – l'actionnariat salarié – et d'enrichir la perspective théorique avec des développements issus de la théorie du capital social et de l'approche du *knowledge management*.

Puis, la revue des études empiriques sur les effets du mécanisme de l'actionnariat salarié publiées depuis une trentaine d'année nous a permis de mettre en évidence plusieurs constats :

1/ les études empiriques souffrent d'un manque de cadre théorique unifié, d'où l'hétérogénéité des résultats empiriques obtenus ;

2/ très peu d'études françaises ont été réalisées, comparativement aux études anglo-saxonnes, pour appréhender les effets de la participation des salariés au capital et à la gestion des entreprises françaises dans le cadre des plans d'actionnariat salarié ;

3/ le manque de données statistiques dans le contexte français explique sûrement la difficulté de mener des études d'envergure, par rapport aux Etats-Unis par exemple, où le National Center of Employee Ownership (NCEO) dispose de moyens considérables permettant de réaliser des analyses approfondies sur le sujet de l'actionnariat salarié.

Dans cette deuxième partie nous allons d'abord proposer un cadre de recherche intégré et dynamique pour analyser la relation entre l'actionnariat salarié et la performance des entreprises dans le contexte français, puis nous allons tester empiriquement les hypothèses de recherche formulées dans le cadre de notre problématique.

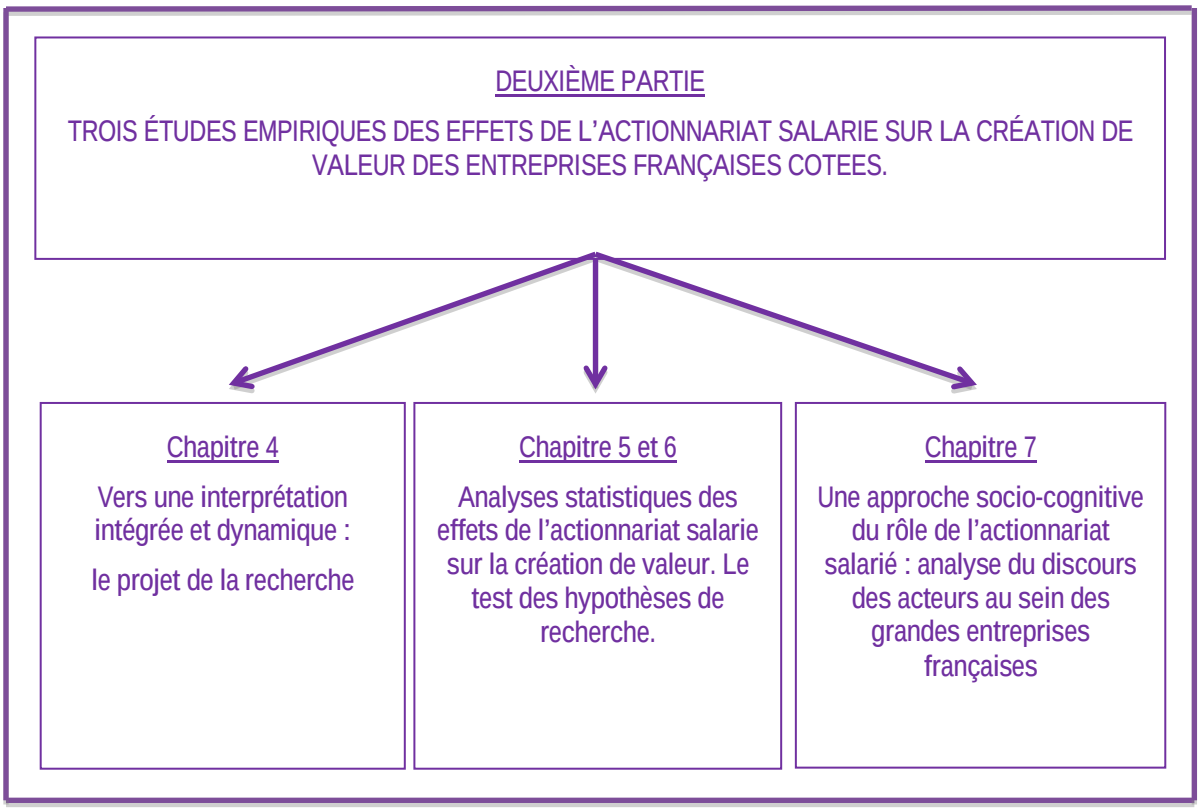
Cette partie se décompose en quatre chapitres. Le chapitre 4 présente la problématique et le design de recherche ainsi que la méthodologie générale de notre étude empirique.

Le chapitre 5 présente la méthodologie détaillée ainsi que les résultats statistiques des tests des hypothèses de recherche concernant les effets de l'actionnariat salarié sur la performance économique et financière des entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 250. Le chapitre 6 sera consacré à l'analyse des résultats statistiques de l'étude quantitative de l'impact de l'actionnariat salarié sur le rendement boursier de ces mêmes entreprises.

Puis, dans le chapitre 7 nous allons confronter les résultats des études statistiques quantitatives avec le discours des professionnels, les principaux résultats des tests statistiques seront commentés et discutés à la lumière d'une vingtaine d'entretiens réalisés au sein des entreprises du SBF 250.

L'utilisation d'une approche méthodologique basée sur des analyses quantitatives et qualitatives vise dans le cadre de cette recherche doctorale à mieux étudier l'influence de la mise en place de l'actionnariat salarié sur les différents facteurs déterminants de la performance organisationnelle.

**Encadré 5: L'organisation de la deuxième partie**



# CHAPITRE 4. VERS UNE INTERPRETATION INTEGREE ET DYNAMIQUE : LE PROJET DE LA RECHERCHE

Ce chapitre propose une présentation générale du protocole de recherche : la problématique de recherche retenue, les objectifs et les étapes de la recherche, l'élaboration des hypothèses de recherche, les principaux choix méthodologiques et les fondements épistémologiques.

La revue de la littérature théorique et empirique sur l'actionnariat salarié a permis de mettre en évidence le caractère complexe de ce mécanisme du fait de l'imbrication de logiques financières, de logiques ressources humaines et de logiques institutionnelles.

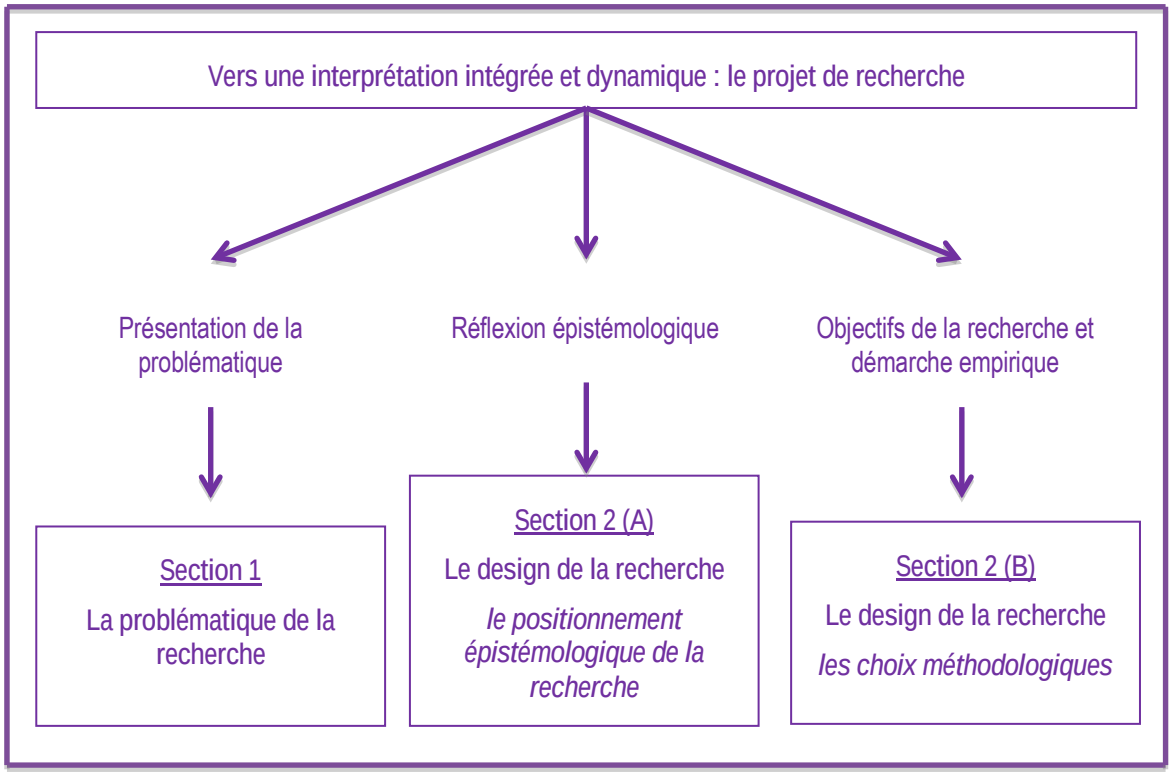
Par ailleurs, les études empiriques réalisées sont assez hétérogènes de par la disparité des instruments de mesure utilisés et des tests empiriques réalisés, ceci étant dû certainement au manque d'un cadre théorique unifié, ce qui explique l'incomplétude des résultats sur ce sujet.

Nous allons donc présenter la problématique générale de la recherche et la démarche empirique mise en œuvre dans le cadre de ce travail doctoral.

Le projet de recherche est présenté d'un point de vue global dans la mesure où chacune des trois étapes de la recherche fera l'objet d'une présentation détaillée dans les prochains chapitres.

Ce chapitre s'organise autour de trois grands points en détaillant successivement notre problématique, modèle et hypothèses de recherche (1), notre positionnement épistémologique (2A) ainsi que le design de la recherche avec les choix méthodologiques effectués (2B).

**Encadré 6: L'organisation du chapitre 4**



## LA PROBLEMATIQUE DE LA RECHERCHE

Notre projet de recherche s'est construit progressivement en tenant compte des mutations du contexte économique fortement marqué par la dernière crise boursière notamment. Les bouleversements de l'économie réelle ont également modifié le projet initial de recherche. Ayant déjà travaillé dans le cadre du Master Recherche sur le sujet des plans d'options sur actions destinés aux dirigeants, nous avons souhaité ensuite aborder le sujet de la participation financière des salariés et notamment l'actionnariat salarié en distinguant les salariés dirigeants des salariés non-dirigeants de l'entreprise.

La revue de la littérature théorique et empirique a rappelé le caractère complexe du mécanisme de l'actionnariat salarié de par ces multiples facettes et répercussions sur l'organisation et sur les individus (Kaarsemaker 2006). L'actionnariat salarié est encore assez mal appréhendé sur le plan scientifique et empirique (Poulain-Rehm, 2006), une des difficultés provenant sûrement de l'absence d'un cadre théorique intégré pour l'analyse de l'actionnariat salarié (Hollandts, 2007; Kaarsemaker, 2006).

Une autre difficulté découle sans doute de la difficulté d'accès à des données statistiques suffisamment détaillées permettant d'étudier de manière plus approfondie l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises.

### A. Le projet de recherche initial

Nous avons aussi constaté, après avoir réalisé l'état de l'art, que la recherche empirique sur les facteurs déterminants et les conséquences de l'actionnariat des salariés peut être divisée selon le niveau de l'analyse. D'une part, les études de niveau *organisationnel* tendent à montrer un lien entre l'actionnariat des salariés et la performance mesurée par des variables organisationnelles telles que la productivité et la rentabilité. Cependant, ces études ignorent en grande partie le fonctionnement de l'actionnariat salarié au sein des entreprises, tels que ses effets sur les attitudes et les comportements individuels. Dans ce courant de recherche, les chercheurs traitent l'entreprise comme une *boîte noire* où

l'actionnariat salarié est la variable d'entrée et les résultats financiers sont les variables de sortie. D'autre part, une deuxième catégorie d'études se concentre sur les variables de niveau *individuel* et essaie de démontrer l'existence d'un lien entre la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié et les comportements des salariés actionnaires tels que la satisfaction, l'engagement, la motivation au travail.

Partant du principe que les phénomènes du niveau *individuel* sont encastrés (*embedded*) dans des contextes *organisationnels*, et qu'en réalité les phénomènes *organisationnels* émergent souvent des interactions et des dynamiques qui existent entre les éléments qui composent l'organisation – les *individus*, un paradigme conceptuel et méthodologique intégré semblerait nécessaire.

Avoir recours au nouveau paradigme de recherche en sciences de gestion – *l'approche multi-niveaux*[89] – permettrait notamment de combler la brèche *macro*[90]*-micro*[91] dans la théorie et dans les recherches empiriques sur l'actionnariat salarié.

Aucune perspective *uni-niveau* ne peut rendre compte de manière adéquate du comportement des organisations. La perspective *macro* néglige les moyens par lesquels le comportement des individus, leurs perceptions, attitudes, et les interactions remontent pour influencer les phénomènes au niveau supérieur. Il y a ici un danger de superficialité et de trivialité inhérent à toute tentative d'*anthropomorphisation*[92]. Les organisations ne se comportent pas, mais les individus si.

De l'autre côté, l'approche *micro* a le défaut de négliger les facteurs contextuels qui peuvent contraindre significativement les effets des différences individuelles qui mènent

---

[89] Pour une synthèse de la théorie ainsi que des recherches et méthodes multi-niveaux, voir Klein & Kozlowski (2000). Klein & Kozlowski (2000) revoient les fondements théoriques de la perspective multi-niveaux, en ce qui concerne la construction théorique et la recherche en gestion. Ensuite, ils clarifient, synthétisent et développent les principes basiques nécessaires pour comprendre la théorie multi-niveaux et pour faciliter la recherche empirique. Ils expliquent et illustrent comment spécifier et opérationnaliser des modèles multi-niveaux.

[90] La perspective *macro* trouve ses sources dans l'approche sociologique. Elle considère qu'il y a des régularités substantielles dans le comportement social qui dépassent les différences apparentes entre les acteurs sociaux. Etant donné un ensemble particulier de contraintes situationnelles ou bien démographiques, les individus vont se comporter de manière similaire. Cependant, il est possible qu'en se focalisant sur les réponses collectives on ignore la variation individuelle.

[91] Par opposition, la perspective micro trouve ses racines dans l'approche psychologique. Elle considère qu'il y a une variation dans le comportement de différents individus, et que la focalisation sur le niveau macro va masquer des différences individuelles importantes qui sont significatives et qui méritent d'être connues. Cette approche se focalise sur les variations entre les caractéristiques individuelles qui affectent les réactions des individus.

[92] Le fait d'attribuer des caractéristiques humaines à des choses inhumaines.

aux réponses collectives, qui constituent en fin de compte les phénomènes *macro* (Klein & Kozlowski, 2000 ; Kozlowski & Klein, 2000).

Ayant remarqué le clivage existant entre les études *micro* et les études *macro* de l'actionnariat salarié, nous avions envisagé d'aborder le phénomène étudié, et notamment l'actionnariat salarié, sous l'angle de *l'approche multi-niveaux*. Car nous avons vu que de multiples études ont été effectuées sur l'actionnariat salarié, essayant d'analyser, séparément, soit le lien entre l'actionnariat salarié et les différents indicateurs de performance de l'entreprise, soit l'impact de l'actionnariat salarié sur les attitudes et les comportements des salariés actionnaires. Mais aucune étude à l'heure actuelle n'a analysé les différentes interactions possibles au sein de la *boîte noire* et l'impact que ces variables de niveau *micro* peuvent avoir sur la performance globale de l'entreprise.

C'était notre projet de recherche initial : étudier l'actionnariat salarié sous l'angle de l'approche multi-niveaux. Nous avions construit une base de données financières sur un échantillon représentatif des grandes entreprises françaises entreprises cotées, avec au moins 3% de leur capital détenu par des salariés – actionnaires, ceci pour mesurer les effets de l'actionnariat salarié au niveau organisationnel. Nous avions réalisé un questionnaire destiné aux salariés de ces entreprises pour connaître l'impact de l'actionnariat salarié au niveau individuel.

La principale difficulté était de trouver un moyen d'administrer le questionnaire auprès des salariés au sein des entreprises de notre échantillon. Nous avions finalement réussi à mettre en place un partenariat avec une société leader de la gestion de l'épargne salariale en France qui était d'accord pour nous aider pour la réalisation de notre enquête auprès des salariés.

Prévue à l'automne 2008, l'enquête n'a pas pu se faire à cause de la crise boursière survenue à ce moment, les sociétés ne souhaitant pas « *jeter de l'huile sur le feu* » au moment où les salariés actionnaires voyaient les cours des actions de leurs entreprises s'effondrer. Il a fallu alors renoncer à cette enquête ainsi qu'à l'approche multi-niveaux et reconsidérer le protocole de recherche.

## B. La problématique et les hypothèses de recherche

Notre analyse des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises françaises cotées a été recentrée autour de la problématique de recherche suivante : ***existe-t-il une corrélation entre l'implication d'une entreprise dans***

***une politique d'actionnariat salarié et la performance globale de cette entreprise***? C'est-à-dire la performance économique (1), financière (2) et organisationnelle (3)?

Elle sera traitée à travers les questions de recherche suivantes:

- L'actionnariat salarié réduit-il la divergence d'intérêts au sein de l'entreprise ?
- L'actionnariat salarié facilite-t-il l'action collective (*via* un renforcement de la confiance et des valeurs partagées par l'ensemble des parties prenantes) ?
- L'actionnariat salarié favorise-t-il l'apprentissage organisationnel et l'innovation au sein de la firme (et donc la création de nouvelles opportunités d'investissement) ? Quels sont les autres effets socio-cognitifs de l'actionnariat salarié ?
- A quoi cela sert-il pour l'entreprise d'investir dans ce type de démarche et comment optimiser cet investissement?

Notre problématique de recherche étant l'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises, le postulat de recherche fondamental qui dérive de la revue de littérature que nous avons effectuée pourrait être formulé comme suit : ***l'actionnariat salarié diminue la divergence d'intérêts au sein de l'entreprise en limitant les conflits d'agence et les conflits cognitifs et en renforçant la confiance entre les salariés, les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise***. Ce postulat théorique fondamental sera testé grâce aux hypothèses de recherche qui sont formulées ci-dessous, regroupées en deux groupes distincts.

- Le premier groupe d'hypothèses

Notre revue de la littérature théorique et empirique existante sur le lien entre l'actionnariat salarié et la création de valeur par l'entreprise nous permet de supposer une influence positive de l'actionnariat salarié sur la performance de la firme. En effet, l'actionnariat salarié semble favoriser l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des autres « *stockholders* » (Pugh et al., 1999 ; Gamble, 2000).

Notre premier groupe d'hypothèses détaillées plus loin nous permettra d'étudier cette relation dans le cas des grandes entreprises françaises cotées.

Comme l'actionnariat salarié n'est pas un concept simple et unidimensionnel car des réalités fort différentes tombent sous l'appellation de l'actionnariat salarié et qu'il n'y a pas à ce jour de définition universelle de ce que c'est l'actionnariat salarié, nous avons souhaité distinguer dans nos recherches empiriques le « *pourcentage du capital détenu par des salariés dirigeants* » du « *pourcentage du capital détenu par des salariés non-dirigeants* » de l'entreprise.

La performance de la firme a été analysée à l'aide d'indicateurs de performance économique, comptable, rendement boursier des actions ou encore en termes de croissance et développement de la firme.

Hypothèse 1 : La détention d'actions de l'entreprise par des salariés actionnaires a un impact positif sur la performance économique et comptable de la firme.

Hypothèse 1a : La détention d'actions par des salariés actionnaires non-dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur sa performance économique et comptable.

Hypothèse 1b : La détention d'actions par des salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur sa performance économique et comptable.

Hypothèse 2 : La détention d'actions de l'entreprise par des salariés actionnaires a un impact positif sur la performance financière de la firme.

Hypothèse 2a : La détention d'actions par des salariés actionnaires non-dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur sa performance financière.

Hypothèse 2b : La détention d'actions par des salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur sa performance financière.

Hypothèse 3 : La détention d'actions de l'entreprise par des salariés actionnaires a un impact positif sur le rendement boursier des actions de l'entreprise.

Hypothèse 3a : La détention d'actions par des salariés actionnaires non-dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur le rendement boursier des actions de l'entreprise.

Hypothèse 3b : La détention d'actions par des salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur le rendement boursier des actions de l'entreprise.

Hypothèse 4 : Les entreprises ayant adopté un plan d'actionnariat salarié se développent mieux[93] par rapport à l'ensemble des entreprises du même secteur d'activité.

Hypothèse 4a : La détention d'actions par des salariés actionnaires non-dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur sa croissance et sur son développement.

Hypothèse 4b : La détention d'actions par des salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise a un impact positif sur sa croissance et sur son développement.

Nous avons aussi tenu compte de l'existence des mécanismes de stock-options distribués aux dirigeants de l'entreprise.

Hypothèse 5 : La distribution de stock-options aux dirigeants a un impact positif sur la performance économique et comptable de l'entreprise.

Hypothèse 5a : La distribution de stock-options aux dirigeants a un impact positif sur la performance financière de l'entreprise.

Hypothèse 5b : La distribution de stock-options aux dirigeants a un impact positif sur le rendement boursier des actions de l'entreprise.

Dans la lignée des travaux de Kruse (2002), nous avons tenu compte dans les différentes caractéristiques de la mise en place du dispositif de l'actionnariat salarié au sein d'une entreprise, *du pourcentage des salariés qui sont actionnaires*.

Hypothèse 6 : Il y a une relation positive et significative entre la détention d'actions par un grand nombre de salariés de l'entreprise et sa performance économique et comptable.

Hypothèse 6a : Il y a une relation positive et significative entre la détention d'actions par un grand nombre de salariés de l'entreprise et sa performance financière.

Hypothèse 6b : Il y a une relation positive et significative entre la détention d'actions par un grand nombre de salariés de l'entreprise et le rendement boursier des actions de l'entreprise.

[93]Résultats antérieurs : l'actionnariat salarié est lié à une augmentation des embauches ainsi qu'à une croissance annuelle des emplois de 2,3% environ.

Hypothèse 6c : La détention d'actions par un grand nombre de salariés de l'entreprise a un impact positif et significatif sur sa croissance et sur son développement.

Hypothèse 7 : Les entreprises ayant adopté un plan d'actionnariat salarié sont plus risquées par rapport à l'ensemble des entreprises du même secteur d'activité.

Hypothèse 7a : La détention d'actions par des salariés actionnaires non-dirigeants de l'entreprise augmente le niveau de risque de l'entreprise.

Hypothèse 7b : La détention d'actions par des salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise augmente le niveau de risque de l'entreprise.

Hypothèse 7c : La détention d'actions par un nombre plus grand de salariés de l'entreprise augmente le niveau de risque de l'entreprise.

- Le deuxième groupe d'hypothèses

L'approche socio-cognitive de la firme permettant d'appréhender le dispositif de l'actionnariat salarié comme étant une institution, encastrée dans un contexte socio-politique et économique, c'est peut-être l'explication de la complexité des mécanismes d'actionnariat salarié imaginés par les entreprises ainsi que des modalités de fonctionnement qui en découlent, l'actionnariat salarié étant un moyen de *coordination des interactions sociales* au sein de l'entreprise (hypothèse 8).

L'actionnariat salarié joue un rôle dans le renforcement du capital *humain* et contribue au maintien et au développement du *capital intellectuel* de la firme car c'est un moyen d'attirer et de fidéliser les salariés ayant des compétences indispensables pour la création de valeur par la firme (hypothèse 9).

L'actionnariat salarié étant par définition d'abord un mode de rémunération différée de la performance collective, il remplit parfaitement son rôle d'élément « *producteur* » de capital social au sein de l'organisation (Leana et Van Buren, (1999).

Nous allons notamment analyser son influence positive possible sur les trois facteurs-clés du capital social organisationnel (hypothèse 10) :

- L'actionnariat salarié est un outil permettant de « donner du sens » aux actions collectives à travers l'existence d'objectifs collectifs et de valeurs partagés par l'ensemble des membres de l'entreprise (hypothèse 10a).
- L'actionnariat salarié est un outil permettant l'implication organisationnelle des membres dans l'atteinte de ces objectifs collectifs (hypothèse 10b).
- L'actionnariat salarié est un outil permettant de construire et de renforcer la confiance organisationnelle (hypothèse 10c).

Nous avons vu aussi que, sous certaines conditions, la mise en place *récurrente* des plans d'actionnariat salarié par les grandes entreprises françaises a aussi pour but de construire et de renforcer une relation de confiance entre les salariés et l'entreprise, permettant de préserver voire développer leur capital social. Une des conditions indispensables à la cristallisation de ces effets positifs, c'est une *implication philosophique des dirigeants* « forte » envers l'actionnariat salarié (hypothèse 11). Cette *implication philosophique des dirigeants* « forte » se rapproche fortement des principes de la philosophie du management « *humaniste* » évoquée par Arnaud (2006), fondée sur un sentiment de loyauté ou de bienveillance de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés.

L'actionnariat salarié, avec toutes les pratiques de communication qui accompagnent la mise en place des plans d'actionnariat salarié, peut s'avérer un dispositif important permettant de voir émerger un *sentiment d'actionnariat psychologique* (hypothèse 12), identifié par les chercheurs comme une variable médiatrice de la relation entre l'actionnariat salarié et l'implication organisationnelle des salariés.

Les travaux relevant de l'approche socio-cognitive de la firme illustrent ainsi le fait que l'actionnariat salarié aurait un impact positif sur la performance organisationnelle grâce à l'association de trois effets inter reliés, notamment la création d'intérêts communs, le sentiment d'appartenance et l'implication organisationnelle des salariés et le sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés.

En ce qui concerne l'impact de l'actionnariat salarié sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise, nous avons mis en évidence le fait que l'actionnariat salarié peut avoir un rôle cognitif fort et important dans la transmission des informations entre les salariés actionnaires et les dirigeants (hypothèse 13), *apportant une aide précieuse à la prise de décision stratégique par les dirigeants*. L'actionnariat salarié pourrait ainsi stimuler la formation des décisions et la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux par *la réduction des conflits et / ou des coûts cognitifs au sein de l'entreprise*.

L'importance accordée au caractère collectif de la création de la rente permet en effet d'envisager autrement l'importance des conseils d'administration hybrides avec notamment des *administrateurs représentants des actionnaires salariés qui y sont présents, non seulement pour défendre leurs investissements spécifiques, mais également pour apporter de l'information* afin d'accroître la création de valeur.

Ainsi, la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié par l'entreprise, dans le respect de tous les droits de propriété (droit à l'information, à la prise de décision, droits à la rente résiduelle) des salariés - actionnaires a des effets positifs sur la performance organisationnelle (hypothèse 14).

## C. Le modèle de la recherche

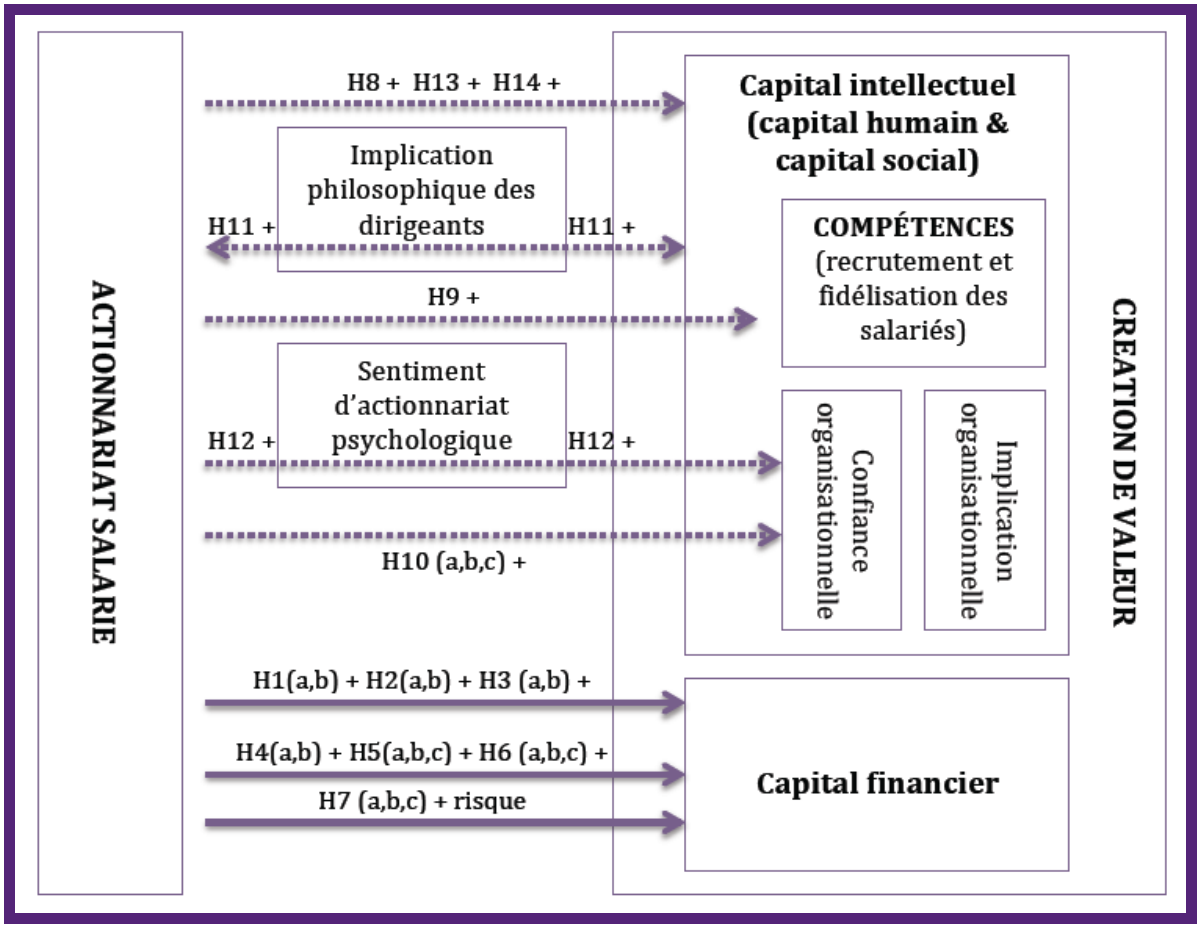
L'ensemble des hypothèses issues de la revue de la littérature théorique et des résultats des travaux empiriques étudiés dans la première partie de notre recherche doctorale sont regroupés dans la figure 8 qui présente notre modèle de recherche finalisé.

Dans le deuxième chapitre nous avons vu que la valeur de marché d'une entreprise peut se définir comme étant égale à la somme de la valorisation de son capital financier et de son capital intellectuel. Notre modèle de recherche formalise notre problématique de recherche qui nous amène à nous interroger quant à l'influence de l'actionnariat salarié sur ces deux déterminants de la création de valeur par l'entreprise qui sont le capital intellectuel et le capital financier de la firme.

Ainsi, le premier groupe d'hypothèses (de H1 à H7), représentés avec des lignes continues, regroupe les hypothèses issues de notre analyse contractualiste de l'influence de l'actionnariat salarié sur la performance financière de la firme (cf. chapitres 1 et 3) et seront testées à travers deux études empiriques dont nous exposerons la méthodologie et les résultats dans les chapitres 5 et 6 du présent travail.

Puis, le deuxième groupe d'hypothèses (de H8 à H14), représentés avec des lignes en pointillés dans le modèle, réunit les hypothèses issues de l'analyse socio-cognitive du mécanisme de l'actionnariat salarié, en tant qu'élément « facilitateur » de l'action collective et « producteur » de capital social organisationnel (cf. chapitres 2 et 3).

**Figure 8 : Le modèle de recherche**




Afin d'analyser empiriquement l'impact potentiel de l'actionnariat salarié sur la création, l'entretien et le renforcement du capital humain et du capital social, essentiels au développement du capital intellectuel de la firme dans la nouvelle économie des connaissances, nous avons réalisé une troisième étude de terrain qui fera l'objet du chapitre 7 de notre thèse.

La présentation du design de la recherche va nous permettre d'expliciter notre problématique et notre modèle de recherche en détaillant les trois grands objectifs de la recherche poursuivis et les trois grandes étapes empiriques de la recherche.

## LE DESIGN DE LA RECHERCHE

Le test des hypothèses de recherche présentées dans la section précédente nécessite l'élaboration d'une méthodologie adéquate pour l'analyse des données empiriques. Cette section concerne la présentation des choix méthodologiques adoptés ainsi que du positionnement épistémologique de recherche.

Notre objectif étant la volonté d'étudier les effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur des entreprises l'ayant mis en place pour approfondir les résultats issus des recherches menées précédemment, nous avons structuré notre recherche empirique en trois temps.

Premièrement, nous avons analysé l'impact de l'actionnariat salarié sur des indicateurs de performance économique et financière des entreprises. Dans un deuxième temps, nous avons souhaité savoir si l'actionnariat salarié avait un effet sur les rendements boursiers des entreprises françaises cotées en Bourse. Enfin, les résultats des tests statistiques ont été confrontés aux discours des professionnels ayant observé et participé à la mise en place des plans d'actionnariat salarié au sein d'un certain nombre d'entreprises françaises, ceci dans le but de mettre en perspective la contribution éventuelle de l'actionnariat salarié à l'entretien et au développement du capital intellectuel de la firme.

La recherche menée vise à atteindre les trois objectifs principaux suivants :

1. évaluer l'efficacité de l'actionnariat salarié sur la performance économique, financière et boursière des entreprises françaises ;
2. évaluer l'efficacité de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle à travers les discours des entreprises et des salariés sur l'actionnariat salarié ;
3. améliorer la connaissance du fonctionnement du mécanisme de l'actionnariat salarié, enrichir le cadre théorique en intégrant les hypothèses issues d'une analyse socio-cognitive de la firme nous permettant de questionner les interactions possibles entre

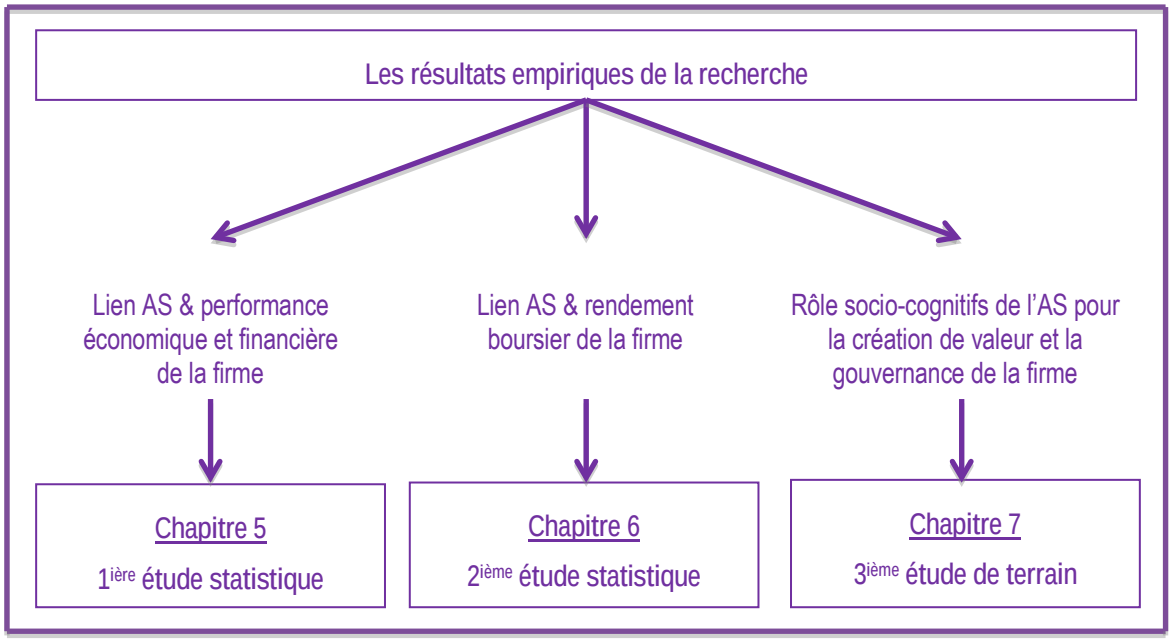
l'actionnariat salarié avec les questions liées à l'apprentissage, à l'innovation et à la confiance organisationnelle.

Ces trois objectifs principaux de recherche et ces trois étapes empiriques feront l'objet d'une présentation plus détaillée dans les trois chapitres qui suivent.

Dans chacun de ces chapitres, la méthodologie adoptée sera présentée de manière détaillée avec la définition des questions et des objectifs de recherche spécifique à chacune des trois étapes.

Il faut toutefois préciser, dans le cadre de cette présentation du projet de recherche, que les trois études empiriques sont indépendantes et complémentaires (cf. encadré 7), ayant été mises en œuvre de manière parallèle, comme le montre par ailleurs le schéma du protocole de recherche présenté à la fin de cette section (cf. encadré 8).

**Encadré 7: La présentation des trois étapes de l'étude empirique**



## A. Les choix méthodologiques de la recherche

Notre volonté d'étudier les effets de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises françaises posait plusieurs problèmes qu'il a fallu résoudre tout au cours de notre recherche :

1/ la nécessité de constituer un échantillon assez important afin de dégager des conclusions raisonnablement fiables ;

2/ la nécessité d'avoir accès à des informations détaillées concernant la mise en place des plans d'actionnariat salarié, permettant de reconstituer les principales caractéristiques des entreprises ayant adhéré à la démarche de l'actionnariat salarié;

3/ la nécessité de disposer des indicateurs de performance économique, comptable, financière pour toutes les entreprises de l'échantillon ;

4/ la possibilité de réaliser des entretiens au sein de ces entreprises pour confronter les résultats des tests statistiques aux discours des acteurs.

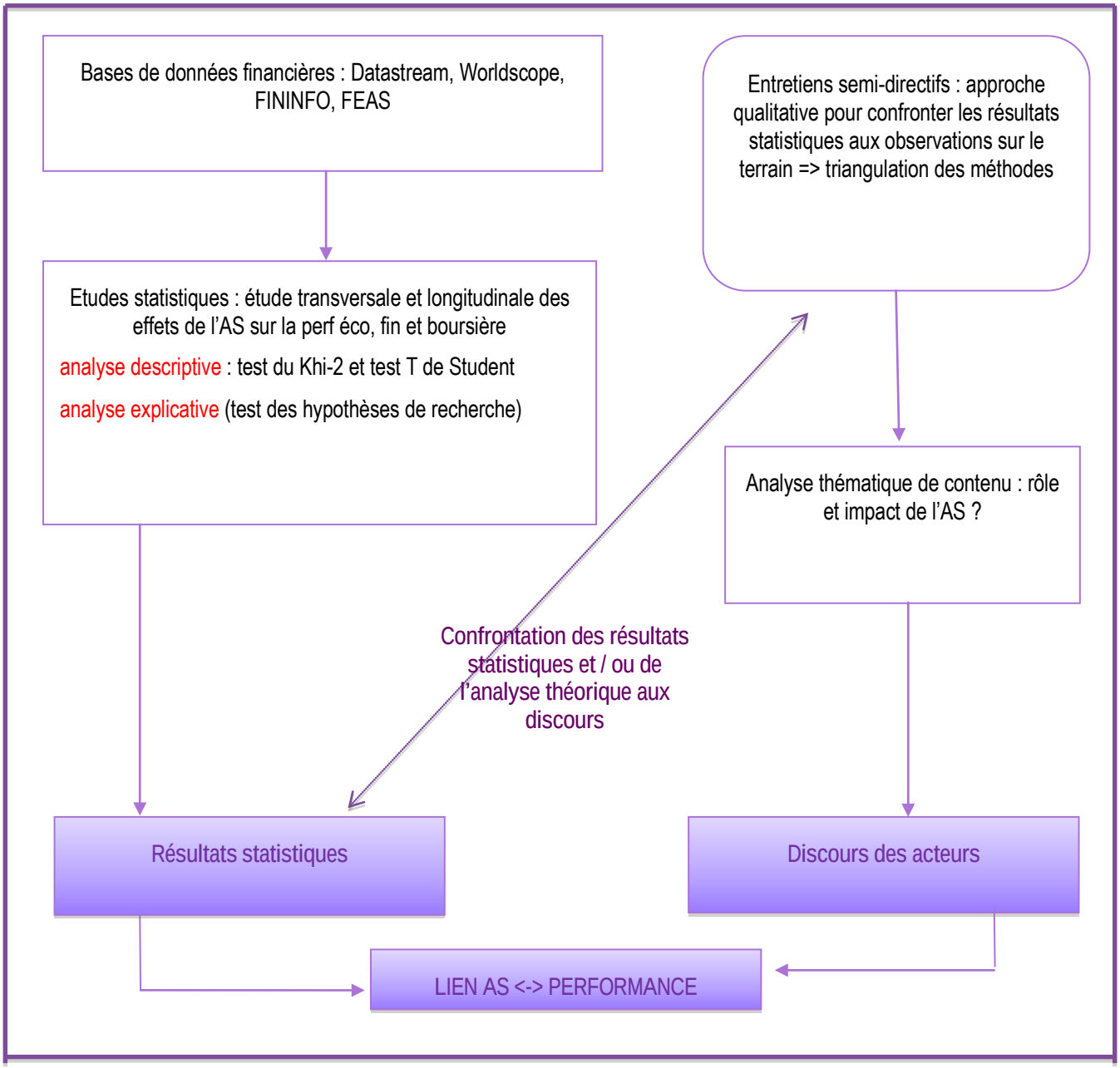
Afin d'étudier les effets de l'actionnariat salarié sur les indicateurs de performance comptable et financière des entreprises françaises, il a fallu chercher et croiser plusieurs sources de données. L'objectif de notre étude empirique étant de comparer les entreprises ayant mis en place des mécanismes d'actionnariat salarié avec celles qui ne sont pas impliquées dans cette démarche.

Les entreprises du SBF 250 se sont avérées être les seules pour lesquelles il nous a été possible de trouver des données sur la performance <u>et</u> sur les caractéristiques des plans d'actionnariat salarié mis en place, ce qui nous a ainsi permis de croiser les indicateurs de performance avec les données caractérisant les plans d'actionnariat salarié existants dans les entreprises ayant adhéré à cette démarche.

C'est pourquoi, dans les trois applications empiriques que nous avons menées dans le cadre de notre thèse, l'échantillon étudié est constitué des entreprises appartenant à l'indice SBF 250, cet indice étant par ailleurs considéré comme étant « *le plus représentatif des différentes activités de l'économie française* » (Trébucq, 2002, p. 117).

Le protocole de recherche se décompose ainsi en trois étapes (cf. encadré 8).

**Encadré 8: Le protocole de recherche**




Dans un premier temps nous allons tester empiriquement l'éventuelle contribution de l'actionnariat salarié à la performance économique des entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250, en croisant plusieurs sources de données statistiques pour

obtenir une base de données assez complète comportant des informations détaillées sur l'actionnariat salarié et des indicateurs de performance économique, comptable et financière. Cette base de données concerne les années 2005 – 2008. Le traitement de ces données sera réalisé en deux temps : en coupe transversale (année par année) et de façon longitudinale (en utilisant les moyennes des variables étudiées sur plusieurs années).

Cette première analyse sera complétée par une étude de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale par les entreprises françaises cotées. Les informations détaillées sur l'actionnariat salarié ont été croisées cette fois-ci avec les cours et les rendements boursiers de ces mêmes entreprises permettant d'étudier la relation entre l'actionnariat salarié, le rendement des actions et le risque financier des entreprises cotées sur une période allant de janvier 2005 à avril 2011.

L'analyse sera par la suite approfondie car la période de l'étude fût scindée en « avant » et « après » la crise financière de septembre 2008, ceci nous ayant permis d'analyser et de comparer les résultats obtenus sur trois périodes distinctes : une période « complète » de plus de 6 ans, puis deux autres périodes, permettant de comparer les rendements boursiers obtenus « avant » et « après » la crise boursière de 2008.

Ces deux études statistiques sont originales dans le contexte français. En effet, la nécessité de procéder à des études longitudinales appliquées au cas français a déjà été soulignée par des chercheurs ayant fait le constat d'un manque d'études de type longitudinal menées sur l'actionnariat salarié en France (D'Arcimoles et Trebucq, 2003). Puis, l'utilisation d'une base de données spécifiques consacrée à l'actionnariat salarié nous a permis d'étudier en profondeur le phénomène de l'actionnariat salarié, ce qui n'a pas été réalisé dans les études précédentes sur le sujet de l'actionnariat salarié.

Puis, dans un dernier temps, les résultats statistiques obtenus seront complétés en les confrontant aux discours des acteurs, ce qui nous permettra d'approfondir notre analyse. Cette dernière étude empirique sera réalisée à l'aide d'une méthodologie qualitative *via* une étude de terrain basée sur une vingtaine d'entretiens semi-directifs réalisés auprès des experts et professionnels responsables de la mise en place et de la gestion de l'actionnariat salarié au sein des entreprises françaises appartenant au SBF 250. L'objectif de cette troisième étude empirique étant de confronter notre deuxième groupe d'hypothèses de recherche, issu de l'analyse socio-cognitive du mécanisme de l'actionnariat salarié aux observations des professionnels quant à la contribution potentielle de l'actionnariat salarié

au développement du capital humain et du capital social de la firme, donc de son capital intellectuel au final.

Chacune des trois étapes de la recherche ayant conduit à la définition et à l'adoption d'une démarche méthodologique spécifique, les trois étapes sont indépendantes. Elles ont été réalisées pour répondre aux objectifs déjà présentés et, *in fine*, à la problématique de la recherche.

Les tests statistiques réalisés ont des visées descriptives et explicatives, et visent à tester notre premier groupe d'hypothèses de recherche dans les deux premières étapes que nous venons de mentionner. Ces deux étapes s'inscrivent dans une perspective longitudinale.

L'analyse des discours est aussi à visée descriptive et explicative à la foi, permettant de tester notre deuxième groupe hypothèses de recherche grâce à la réalisation d'une analyse thématique de contenu.

Le protocole de recherche de ces trois étapes empiriques ainsi que la démarche empirique globale sont présentés dans l'encadré 8.

## B. Le positionnement épistémologique de la recherche

Le choix de l'approche qu'il faut mettre en place pour collecter et analyser les données empiriques implique que le chercheur doit se situer par rapport aux deux grands courants de recherche empirique que sont l'approche qualitative et l'approche quantitative. Partant du principe que «*la réflexion épistémologique s'impose à tout chercheur soucieux d'effectuer une recherche sérieuse car elle permet d'asseoir la validité et la légitimité d'une recherche* » (Thiétart, 1999), il est important de préciser les fondements de la controverse récurrente entre ces deux approches méthodologiques.

Bien que cette opposition entre les approches quantitatives et qualitatives soulève un grand nombre d'interrogations, beaucoup de chercheurs refusant de trancher quant à la supériorité de l'une ou de l'autre des approches (*ibid.*), néanmoins chacune a ses partisans qui la considèrent comme la plus appropriée pour répondre aux besoins d'une recherche (Laroche, 2002).

L'existence d'un tel débat force le chercheur à s'interroger sur l'utilisation de telle ou telle méthode de recherche, sachant qu'une vision trop réductrice poussant à choisir en faveur de l'une ou l'autre des approches diminue considérablement les possibilités d'innovation et notamment celle impliquant une intégration des méthodes quantitatives et qualitatives (*ibid.*). Par ailleurs, certains chercheurs ont mis en évidence le fait que le choix d'une méthode de recherche n'est pas forcément lié aux positions épistémologiques ou ontologiques du chercheur (*ibid.*).

Laroche (2002) rappelle que l'on peut distinguer en pratique quatre approches méthodologiques différentes :

1/ le choix de n'utiliser strictement qu'un seul registre, quantitatif ou qualitatif ;

2/ la possibilité de choisir plutôt l'une que l'autre en fonction du contexte de la recherche ;

3/ la triangulation des méthodes : combiner les deux méthodologies au sein d'une même recherche, en adoptant des démarches parallèles indépendantes ;

4/ l'intégration par combinaison des éléments de deux méthodologies.

Comme souligné par l'auteur, l'idée de faire usage de plusieurs méthodes dans le même travail de recherche n'est pas vraiment une idée nouvelle, car le fait d'utiliser différentes

méthodes permet de compenser les faiblesses de l'une par l'avantage de l'autre. Très souvent l'approche quantitative est accusée d'être trop simplificatrice et de ne pas prendre en compte toute la complexité de la réalité étudiée. Tandis que l'approche qualitative doit faire face aux critiques quant à son incapacité à fournir des données valides et fiables susceptibles d'être généralisées à d'autres situations ou d'autres populations (*ibid.*).

Compte tenu des objectifs de notre recherche, notre choix s'est arrêté sur la triangulation des méthodes, sachant que l'objectif de la triangulation consiste à obtenir des données qui ne soient pas complémentaires mais concurrentes, dans le but d'établir le degré de convergence des conclusions (Thiétart, 1999). La triangulation des méthodes exige un déroulement indépendant des recherches de type quantitatif et qualitatif. Sachant que cette posture permet, à l'étape de l'analyse et de l'interprétation des résultats, de se référer par exemple aux données qualitatives pour illustrer et enrichir l'analyse des résultats issus de l'étude des données quantitatives. Ce type d'approche permet de donner du sens et de la profondeur aux données statistiques.

Compte tenu de la complexité de notre objet de recherche, il est certes important d'insister sur la vérification des hypothèses de recherche, sans oublier toutefois l'impérieux besoin d'approfondir la compréhension du phénomène étudié. Du coup, la combinaison des méthodes quantitatives et qualitatives est justifiée ici par le souhait de faciliter la confrontation des résultats empiriques avec les hypothèses de recherche.

Par ailleurs, vu la diversité des choix méthodologiques effectués, la définition d'un positionnement épistémologique unique pour la démarche de recherche mise en œuvre s'avère difficile.

Les deux premières étapes s'appuient sur les principes du positivisme en s'interrogeant sur des faits afin d'en découvrir la structure sous-jacente en mettant à l'épreuve empirique des hypothèses théoriques (Guillot-Soulez, 2005).

La troisième étape de la recherche relève plutôt d'une démarche inductive dans la mesure où elle s'appuie sur des observations particulières et essaient de les structurer pour produire du sens (Charreire & Durieux, 1999; Charreire & Huault, 2001).

L'élaboration de l'objet de la recherche s'appuie sur l'identification d'insuffisances dans les théories rendant compte de la réalité et les résultats de recherche visent à combler ces insuffisances afin d'améliorer la connaissance sur la réalité extérieure et les mécanismes qui la conditionnent et comporte donc une part de vérification.

Les deux logiques, et notamment la logique inductive, utile à l'exploration, et la logique déductive, utile au test, sont complémentaires dans l'élaboration des connaissances scientifiques, comme rappelé par Charreire & Durieux (1999).

Ce chapitre a permis de présenter la problématique générale de notre thèse ainsi que d'évoquer dans les grandes lignes les choix méthodologiques et le positionnement épistémologique adoptés lors de notre recherche empirique. La présentation de la méthodologie détaillée ainsi que des résultats des études empiriques sera réalisée dans les trois chapitres qui suivent, chacun étant divisé en deux sections : une première section consacrée à la méthodologie détaillée de la recherche, les résultats obtenus étant exposés dans une deuxième section.

## SYNTHESE 4

# PRESENTATION DU PROJET DE RECHERCHE

**La problématique de la recherche**

L'articulation du triple cadre théorique (théorie de l'agence, théorie du capital social, approche du *knowledge management*) et de l'objet empirique (l'actionnariat salarié) nous a conduit à la définition de la problématique générale suivante : ***quel est l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et sur la gouvernance des entreprises françaises cotées ?***

**Les objectifs de la recherche**

La recherche menée vise à atteindre les trois objectifs principaux suivants :

1. évaluer l'efficacité de l'actionnariat salarié sur la performance économique, financière et boursière des entreprises françaises
2. évaluer l'efficacité de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle à travers les discours des entreprises et des salariés sur l'actionnariat salarié
3. améliorer la connaissance du fonctionnement du mécanisme de l'actionnariat salarié, enrichir le cadre théorique en intégrant les hypothèses issues d'une analyse socio-cognitive de la firme nous permettant de questionner les interactions possibles entre l'actionnariat salarié avec les questions liées à l'apprentissage, à l'innovation et à la confiance organisationnelle.

**Les trois étapes de la recherche empirique et leur méthodologie**

Pour répondre à la problématique générale de recherche, une triple étude empirique a été réalisée avec des choix méthodologiques spécifiques à chacune.

Premièrement, nous avons analysé l'impact de l'actionnariat salarié sur des indicateurs de performance économique et financière des entreprises.

Dans un deuxième temps, nous avons souhaité savoir si l'actionnariat salarié avait un effet sur les rendements boursiers des entreprises françaises cotées en Bourse.

Enfin, les résultats des tests statistiques ont été confronté aux discours des professionnels ayant participé à la mise en place des plans d'actionnariat salarié au sein des grandes entreprises françaises cotées et observé son fonctionnement depuis.

D'un point de vue épistémologique, la triple démarche empirique adoptée conduit à la coexistence d'une logique déductive (utile aux tests) et d'une logique inductive (utile à l'exploration), complémentaires dans l'élaboration des connaissances scientifiques.

# CHAPITRE 5. ANALYSES STATISTIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTÉES (2005-2008)

« L'observation scientifique est toujours une observation polémique ».

Gaston Bachelard, *La formation de l'esprit scientifique* (1938)

Dans ce chapitre nous allons présenter la méthodologie détaillée ainsi que les résultats de notre première étude statistique ayant pour objectif d'analyser la relation entre l'actionnariat salarié et la performance économique et financière des entreprises françaises cotées.

Nous avons mené plusieurs analyses quantitatives sur les entreprises appartenant à l'indice SBF 250, la période de cette étude allant de 2005 à 2008.

Des analyses en coupe transversale ont été réalisées sur ces quatre années, ainsi qu'une étude longitudinale sur l'ensemble de la période.

## METHODOLOGIE ET RECUEIL DES DONNEES

Les choix méthodologiques détaillés de la première étude empirique sont présentés dans cette section, avec l'origine des données, leur mesure et les traitements statistiques réalisés.

### A. Origine et traitement des données

Les données utilisées pour cette première étude empirique sont issues de plusieurs sources de données statistiques. Pour commencer, nous avions effectué plusieurs extractions dans les bases de données financières DATASTREAM et WORLDSCOPE. Nous

avions constitué ainsi une première base de données composée des entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 250. Cette base comportait plusieurs indicateurs financiers, avec un certain nombre de variables économiques permettant de caractériser les entreprises de l'échantillon (telles que le secteur d'activité de l'entreprise, l'effectif, le chiffre d'affaires, etc).

La deuxième base de données nous a été fournie par la FEAS (la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié). Cette base est composée de plusieurs variables permettant de caractériser le phénomène de l'actionnariat salarié au sein des entreprises françaises de l'indice SBF 250. Il s'agit notamment de plusieurs indicateurs tels que le pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés, le pourcentage de salariés qui sont actionnaires, le pourcentage du capital détenu par des salariés cadres ou dirigeants de l'entreprise, le pourcentage du capital détenu par des salariés non cadres et non dirigeants de l'entreprise, l'attribution de stock-options, l'ancienneté de l'actionnariat salarié, etc.

La richesse de cette base de données nous a permis notamment de réaliser notre étude approfondie concernant l'impact du mécanisme de l'actionnariat salarié sur la performance économique et financière des entreprises françaises. Cette approche empirique est assez originale dans le contexte français compte tenu du manque de données détaillées au sujet de l'actionnariat salarié avant la création d'une base de données spécifique par la Fédération Européenne d'Actionnariat Salarié située à Bruxelles, que nous sommes les premiers à exploiter, en ce qui concerne les données françaises en tout cas.

En croisant ces plusieurs sources de données que nous venons de mentionner, nous avons construit une base de données comportant des informations concernant les plans d'actionnariat salarié, des indicateurs de performance économique et financière de l'ensemble des entreprises appartenant à l'indice SBF 250.

L'objectif de cette étude, c'est la recherche d'une éventuelle relation entre la performance des entreprises et la présence de l'actionnariat salarié au sein des entreprises.

Les données utilisées sont celles des quatre années allant de 2005 à 2008. Lors de la fusion des données issues principalement de DATASTREAM et de la base de données conçue par la FEAS[94], nous avions mis en place une procédure de contrôle qui consistait à

[94] La base de données « actionnariat salarié » de la FEAS comporte des informations sur plus de 2700 grandes entreprises européennes. Des études comparatives entre différents pays européens sont ainsi possibles, en appliquant la même méthodologie : en croisant les informations de la FEAS avec des indicateurs de performance issus d'une base de données financière telle que DATASTREAM, WORLDSCOPE, FININFO, etc.

vérifier la fiabilité des deux sources en contrôlant leur cohérence sur la base de la comparaison des trois variables (taille des effectifs, nombre d'actions et capitalisation boursière de l'entreprise) qui apparaissaient dans les deux fichiers originaux. Quasiment aucune différence n'a été repérée en ce qui concerne les trois variables ayant servi pour les vérifications réalisées lors de cette procédure de contrôle, ce qui nous a permis de considérer que les deux sources de données étaient suffisamment fiables pour continuer à mener nos analyses statistiques.

Une fois la sélection des variables indispensables pour nos analyses réalisée, nous avons toutefois remarqué certaines incohérences. Notamment, il s'est avéré qu'un grand nombre de variables concernant le domaine financier et économique laissait apparaître des valeurs extrêmes aberrantes. Ainsi, lors de la phase de la préparation des données, de longs et nombreux retraitements ont été nécessaires, imposés par certains problèmes repérés dans la phase de vérification des données, ces problèmes concernaient principalement le traitement des données manquantes et des « observations extrêmes ». L'étude attentive des données nous indique un certain nombre d'individus statistiques avec des données manquantes et beaucoup de données extrêmes à la fois.

Tenant compte du fort impact que ces valeurs extrêmes peuvent avoir pour la suite des analyses statistiques envisagées, tout comme de notre incapacité à identifier les causes de ces valeurs aberrantes, notre choix final a été la décision de retirer les individus ayant des données manquantes et des valeurs extrêmes aberrantes de l'échantillon afin de gagner en précision d'étude[95]. Ensuite, plusieurs variables ont été recodées, principalement pour permettre la réalisation de certains tris croisés, ou bien pour peaufiner certaines analyses. Le fichier final contient 832 lignes (208 entreprises par an, pendant 4 ans) et 77 variables. L'ensemble des analyses statistiques ont été réalisées par nos soins avec les logiciels de traitements statistiques SPSS et R.

**Tableau 6: Liste et définition des variables issues des bases de données DATASTREAM ou WORLDSCOPE**

| Variables | Signification et mode de calcul de l'indicateur | Catégorie |
|---|---|---|
| Bêta | Coefficient de volatilité ou de sensibilité qui indique la relation existant entre les fluctuations de la valeur du titre et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. | Risque |

[95] Evrard & al. (2000) rappellent que dans les cas incertains, il est préférable d'éliminer une observation extrême « vraie », que d'y inclure une qui soit fausse.

| | | |
|---|---|---|
| Volatilité | Mesure l'importance des fluctuations de valeur d'un actif et donc son risque. Elle se calcule mathématiquement par l'écart-type des rentabilités de l'actif. | Risque |
| Rentabilité des capitaux propres | Rentabilité financière ou rentabilité des capitaux propres. $\frac{\text{Bénéfices}}{\text{Fonds propres}}$ x 100 | Performance comptable |
| Retour sur investissement | Rentabilité des investissements. | Performance comptable |
| Capitalisation boursière sur capitaux propres | Capitalisation boursière sur capitaux propres. $\frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Fonds propres}}$ x 100 | Performance boursière |
| Price-to-book ratio | Coefficient mesurant le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable. Le PBR d'une action est supérieur à un lorsque la rentabilité des capitaux propres est supérieure à la rentabilité exigée par les actionnaires. | Performance boursière |
| Bénéfices par action | Ce ratio traduit l'enrichissement théorique, d'un actionnaire détenant une action, au cours d'un exercice. Le bénéfice net est en effet la part revenant aux actionnaires de la richesse créée par l'entreprise pendant ce même exercice. Le bénéfice par action fait l'objet d'un calcul très précis, l'analyste corrigeant généralement le résultat net part du groupe publié des opérations exceptionnelles.<br>Trop souvent, le BPA est considéré comme le critère financier le plus important alors qu'il peut être manipulé par certains choix multiples, recours à l'endettement, une fusion, une acquisition. La progression du BPA n'est pas toujours synonyme de création de valeur, son recul de destruction de valeur. | Performance boursière |
| Dividendes par action | Montant des dividendes distribués par action. | Performance boursière |

**Tableau 7: liste et définition des variables issues des bases de données DATASTREAM ou WORLDSCOPE (suite)**

| Variables | Signification et mode de calcul de l'indicateur | Catégorie |
|---|---|---|
| Dettes totales / capital total | Total Debt/Total Capital = (Long Term Debt + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) / (Total Capital + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) * 100. | Effet de levier |
| Variation du CA | Variation du chiffre d'affaires $\frac{CA_{N+1} - CA_N}{100}$ | Croissance |
| Variation des Effectifs | Variation des effectifs $\frac{Effectifs_{N+1} - Effectifs_N}{100}$ | Croissance |
| Productivité | Productivité | Variable |

| | | |
|---|---|---|
| | $\frac{CA}{Effectifs}$ x 100 | économique |
| Taux de distribution des bénéfices | C'est le PauOut Ratio égal aux ratio des dividendes par action sur le bénéfice par action pour la dernière période financière. | Indicateur boursier |
| Actifs par employé | Total des actifs / Effectifs | Variable d'intensité capitalistique |
| Marge nette | Résultat / CA x 100 | Variable économique |
| Chiffre d'affaires | Chiffre d'affaires | Variable de contrôle |
| Effectifs | Le nombre de salaries à temps complet ou partiel. Sont exclus les employés saisonniers et intérimaires. | Variable de contrôle |
| Dettes totales sur fonds propres | Total Debt / Common Equity = (Long Term Debt + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) / Common Equity * 100) (source WORLDSCOPE) | Variable de contrôle |
| Variables sectorielles | Indicateurs des secteurs d'activités | Variables de contrôle |

L'encadré qui suit nous permet de résumer les différents indicateurs de performance utilisés dans cette étude que nous avons classés en différentes catégories en fonction de leur importance et pertinence pour les analyses que nous souhaitons mener par la suite.

**Encadré 8: Les indicateurs de mesure de la performance utilisés**

| Catégorie des indicateurs étudiés | Nom des variables utilisées |
|---|---|
| Performance économique et comptable | Productivité, rentabilité des capitaux propres, retour sur investissement |
| Performance financière | Bénéfices par action, dividendes par action, price-to-book ratio, taux de distribution des bénéfices |
| Croissance de l'entreprise | Variation du chiffre d'affaires, variation des effectifs |
| Risque financier | Bêta, volatilité, Dettes/Capitaux Propres |

Quant à la question de la mesure du phénomène de l'actionnariat salarié, nous avons déjà mentionné le fait que l'actionnariat salarié peut prendre une variété de formes, l'actionnariat salarié n'étant pas un concept simple et unidimensionnel qui permettrait une analyse facile d'une société comme « possédée par ses salariés » ou d'un salarié en tant que « salarié – propriétaire » car des réalités fort différentes tombent sous l'appellation de l'actionnariat salarié.

Bien qu'il n'en existe pas de définition universelle (Rosen & al., 1986), la littérature sur l'actionnariat salarié a toutefois abouti à un certain consensus sur une définition du

construit de l'actionnariat salarié qui permette d'intégrer la diversité des systèmes existants. En effet, à partir des travaux de Ben-Ner et Jones (1995), Klein (1987), Long (1980), Pierce et al. (1991) notamment, l'actionnariat salarié peut être conceptualisé en termes (1) *de pourcentage d'actions détenues par les salariés*, (2) *de valeur financière de cet actionnariat* et (3) *du niveau d'influence et de participation à la prise de décision que cet actionnariat apporte aux salariés*. Kruse (2002) considère aussi parmi les dimensions de l'actionnariat salarié au sein d'une entreprise *le pourcentage des salariés qui sont actionnaires*.

**Tableau 7: Liste et définition des variables issues de la base de données fournie par la FEAS comportant des indicateurs de l'actionnariat salarié**

| Variables | Signification et mode de calcul de l'indicateur |
|---|---|
| SharePlan | Description textuelle du plan d'actionnariat salarié |
| FirstPlan | Date du premier plan d'actionnariat salarié |
| StockOptions | Présence de stock options (Oui = 1 ; Non = 0) |
| AS%K | Pourcentage du capital détenu par l'ensemble des actionnaires salariés |
| AS%Sal | Pourcentage des salariés qui sont actionnaires |
| NonExecAS%K | Pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés non-dirigeants de l'entreprise |
| ExecAS%K | Pourcentage du capital détenu par les cadres dirigeants de l'entreprise sous la forme d'actionnariat salarié |
| AgeEO | 2009 – FirstPlan : Nombre d'années depuis que le premier plan d'actionnariat salarié a été adopté |

Le tableau 8 résume les différents indicateurs permettant de caractériser le concept « actionnariat salarié » disponibles dans la base de données de la FEAS[96]. Ces indicateurs nous ont permis de procéder à des analyses beaucoup plus fines de notre objet de recherche, comparativement aux quelques autres études déjà réalisées sur le contexte français.

## B. Les instruments d'analyse statistiques et leur modalités d'utilisation

[96] Toutes les données d'actionnariat salarié ont été extraites par la FEAS dans les rapports annuels des entreprises, publiés sur leur site web.

La méthodologie utilisée pour tester les hypothèses de recherche dépend bien évidemment de la nature des données disponibles. Nous avons commencé notre analyse statistique par une série de tests visant à comparer la performance des entreprises investies (faiblement, moyennement ou fortement) dans la mise en place de l'actionnariat salarié avec les entreprises qui n'ont pas du tout mis en place de l'actionnariat salarié. Des tests des moyennes (le test *T* de Student ou le test *U* de Wilcoxon) ont été réalisés, sur différents niveaux d'actionnariat salarié afin de vérifier si certains effets de seuil existent. Effectivement, notre revue de littérature avait mis en évidence le fait que la relation n'est peut être pas forcément linéaire entre l'actionnariat salarié et la performance, certains résultats ayant même suggéré une relation curvilinéaire (Hollandts, 2007 ; Hollandts et Guédri, 2008) entre ces deux concepts.

Nous avons ainsi voulu rechercher les différences significatives entre les entreprises, en utilisant pour chacune des variables de mesure de l'actionnariat salarié plusieurs seuils définis en fonction de la littérature (qui considère par exemple le seuil de 3% du capital détenu par des actionnaires salariés ou bien celui de 25% de salariés d'une entreprise ayant accepté d'en devenir actionnaires comme étant le palier permettant de définir un niveau « significatif » d'actionnariat salarié).

Puis, dans un deuxième temps, nous avons utilisé des outils traditionnels d'analyse statistique, comme des modèles de régression linéaire multivariée. Tout en sachant bien évidemment que ces modèles permettent d'identifier des associations entre les variables explicatives et la variable expliquée, et non pas une relation de causalité. Il était en effet impossible de proposer un modèle pour tester des relations de cause à effet, car les données disponibles étaient principalement transversales (même si l'étude était menée sur une période de quatre années). En fait, nous ne pouvions pas raisonner « *avant* » et « *après* » la mise en place de l'actionnariat salarié car la majorité des entreprises de l'échantillon avaient mis en place les premiers plans d'actionnariat salarié bien avant la période étudiée (2005-2008). La variable explicative (l'actionnariat salarié) n'était ainsi pas antécédente à la variable expliquée (performance).

Afin de comparer les grandes entreprises françaises cotées avec ou sans actionnariat salarié, deux principaux modèles de régression ont été utilisés : un modèle pour la performance et un autre pour le risque financier, issus de l'étude menée par D'Arcimoles et Trébucq en 2003.

Les modèles estimés sont les suivants :

*Performance = constante + variables de risque + variables économiques & financières + variables de contingence + variables d'actionnariat salarié*

*Risque = constante + variables de performance + variables économiques & financières + variables de contingence + variables d'actionnariat salarié*

Les variables de contrôles sont aussi celles utilisées par les auteurs cités (effectifs, chiffre d'affaires, intensité capitalistique, secteur d'activité).

Ces deux modèles opérationnels seront testés dans la section suivante consacrée à la présentation des résultats des analyses univariées et des analyses multivariées. Sachant que la réalité de la détermination de la performance et du risque financier est plus vaste que sa description faite par ces deux modèles, ceci explique le fait que ces modèles ne prétendent pas être des descriptions parfaites des déterminants du risque ou de la performance. Toutefois, ils sont issus des recherches antérieures et ils paraissent adaptés à la nature des données disponibles et aux objectifs de recherche annoncés précédemment, en permettant de tester les relations d'association qui existent ou pas entre l'actionnariat salarié comme variable explicative et le risque ou la performance financière comme variables à expliquer.

# ANALYSE DES RESULTATS

Une fois les hypothèses de recherche et les choix méthodologiques exposés, nous allons présenter maintenant les résultats de la première étude empirique. Cette tentative de validation empirique vise à confronter les hypothèses de recherche aux données recueillies permettant d'étudier le lien entre l'actionnariat salarié et la performance économique et financière des entreprises françaises cotées.

Dans un premier temps, nous allons examiner les caractéristiques des entreprises de notre échantillon, afin de dégager des similitudes ou des différences entre les entreprises avec actionnariat salarié et les entreprises ayant une structure du capital sans actionnariat salarié.

Puis, dans un deuxième temps, nous allons présenter les résultats des tests statistiques des hypothèses de recherche réalisés à partir de notre échantillon représentatif des grandes entreprises françaises cotées.

## A. Les caractéristiques de l'échantillon des entreprises

L'analyse des statistiques descriptives va nous permettre de dresser le profil des entreprises de notre échantillon, composé de 208 entreprises françaises cotées, appartenant à l'indice SBF250 sur la période allant de 2005 à 2008.

Les principaux secteurs d'activités de l'économie française sont représentés dans notre échantillon, ce qui n'a rien de surprenant sachant que l'indice SBF250 est par ailleurs considéré comme étant le plus représentatif des différentes activités de l'économie française.

Sur ces 208 entreprises, 23 ne disposent pas d'actionnariat salarié en 2007, 87 disposent d'un actionnariat salarié qualifié de faible (les salariés actionnaires détenant moins de 3% du capital de l'entreprise), tandis que 98 sont dotées d'un actionnariat salarié significatif (les salariés actionnaires détenant plus de 3% du capital de l'entreprise).

L'analyse descriptive qui suit est le résultat d'une comparaison des ces trois groupes d'entreprises, afin de mettre en perspective les facteurs susceptibles de les différencier.

- Secteurs d'activités et actionnariat salarié

La présence de l'actionnariat salarié - mesurée d'abord par le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés - est plus ou moins importante en fonction du secteur d'activité des entreprises, telle que représentée dans le tableau 9. La dispersion n'étant toutefois pas statistiquement significative (test du $Khi^2$ non significatif) nous soulignerons néanmoins que l'actionnariat salarié est très fortement présent dans le secteur des technologies (73,9%) et de la santé (55,6%).

**Tableau 8: Présence de l'actionnariat salarié dans les différents secteurs d'activités (mesurée par le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés)**

| Secteurs d'activités | Présence d'actionnariat salarié (en % du capital) | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|
| | Pas d'AS | AS faible < 3% | AS fort > 3% | Total | |
| Biens de consommation | 6<br>*16,2%* | 18<br>*48,6%* | 13<br>*35,2%* | 37<br>*17,7%* | |
| Industries | 5<br>*11,4%* | 17<br>*38,6%* | 22<br>*50%* | 44<br>*21,1%* | |
| Matériaux de base | 1<br>*10%* | 6<br>*60%* | 3<br>*30%* | 10<br>*4,8%* | |
| Pétrole et gaz | 0<br>*0%* | 3<br>*50%* | 3<br>*50%* | 6<br>*2,9%* | |
| Sante | 1<br>*5,5%* | 7<br>*38,9%* | 10<br>*55,6%* | 18<br>*8,7%* | d.d.l. = 18 |
| Services aux collectivités | 0<br>*0%* | 6<br>*75%* | 2<br>*25%* | 8<br>*3,8%* | $Khi^2$ = 19,998<br>p.c. = 0,333<br>Non significatif |
| Services aux consommateurs | 7<br>*17,9%* | 15<br>*38,5%* | 17<br>*43,6%* | 39<br>*18,7%* | |
| Sociétés financières | 3<br>*13,6%* | 9<br>*40,9%* | 10<br>*45,5%* | 22<br>*10,6%* | |
| Technologies | 0<br>*0%* | 6<br>*26,1%* | 17<br>*73,9%* | 23<br>*11%* | |
| Télécommunications | 0<br>*0%* | 0<br>*0%* | 1<br>*100%* | 1<br>0,5% | |
| Total | 23<br>*11,1%* | 87<br>*41,8%* | 98<br>*47,1%* | 208<br>*100%* | |

Quant à l'analyse du pourcentage des salariés ayant accepté la détention d'actions de l'entreprise dans laquelle ils travaillent, nous pouvons distinguer également l'existence de

trois cas de figure différents (différences statistiquement significatives, avec une probabilité critique inférieure au seuil de 10% selon le test du $Khi^2$): 30 entreprises avec moins d'un quart du personnel détenteur de titres de l'entreprise (23 entreprises n'ayant pas d'actionnaires salariés), 54 entreprises où les salariés ont mieux adhéré à la démarche de l'actionnariat salarié (entre 25 à 50% des salariés étant en possession des titres de leur entreprise), puis, une troisième catégorie se dessine avec près de la moitié de l'échantillon (101 entreprises sur 208) dans lesquelles plus de la moitié de leur salariés sont en même temps actionnaires.

**Tableau 9: Pourcentage des salariés « *actionnaires de l'entreprise dans laquelle ils travaillent* » dans les différents secteurs d'activités**

| Secteurs d'activités | Pourcentage des salariés actionnaires (en % des effectifs) | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|
| | <25% | Entre 25 et 50% | >50% | Total | |
| Biens de consommation | 15<br>*40,6%* | 11<br>*29,7%* | 11<br>*29,7%* | 37<br>*17,7%* | |
| Industries | 9<br>*20,4%* | 19<br>*43,2%* | 16<br>*36,4%* | 44<br>*21,1%* | |
| Matériaux de base | 4<br>*40%* | 2<br>*20%* | 4<br>*40%* | 10<br>*4,8%* | |
| Pétrole et gaz | 1<br>*16,7%* | 0<br>*0%* | 5<br>*83,3%* | 6<br>*2,9%* | |
| Sante | 6<br>*33,3%* | 3<br>*16,7%* | 9<br>*50%* | 18<br>*8,7%* | d.d.l. = 18 |
| Services aux collectivités | 1<br>*12,5%* | 2<br>*25%* | 5<br>*62,5%* | 8<br>*3,8%* | $Khi^2$ = 26,818<br>p.c. = 0,082*<br>Significatif |
| Services aux consommateurs | 9<br>*23,1%* | 7<br>*17,9%* | 23<br>*59%* | 39<br>*18,7%* | |
| Sociétés financières | 3<br>*13,6%* | 7<br>*31,8%* | 12<br>*54,6%* | 22<br>*10,6%* | |
| Technologies | 5<br>*21,7%* | 3<br>*13%* | 15<br>*65,3%* | 23<br>*11%* | |
| Télécommunications | 0<br>*0%* | 0<br>*0%* | 1<br>*100%* | 1<br>0,5% | |
| Total | 53<br>*25,5%* | 54<br>*25,9%* | 101<br>*48,6%* | 208<br>*100%* | |

Nous remarquons à nouveau que les salariés du secteur des technologies sont les plus impliqués dans la démarche de l'actionnariat (avec plus de 65% de sociétés ayant plus de la moitié de leurs salariés comme actionnaires). De même, un plus grand nombre de salariés sont actionnaires dans le secteur d'activité « pétrole et gaz » (5 sociétés sur 6), ainsi que dans quasiment toutes les sociétés de services, qu'il s'agisse des services aux

collectivités (62,5%), des services aux consommateurs (59%), des services financiers (54,6%) ou du secteur de la santé (50%).

Afin d'approfondir et de nuancer l'analyse du phénomène de l'actionnariat salarié, nous avons décidé de distinguer les deux catégories de salariés actionnaires et notamment les « actionnaires salariés dirigeants » et les « actionnaires salariés non cadres dirigeants » de l'entreprise. Ainsi, il s'avère que 29% d'entreprises ayant mis en place de l'actionnariat salarié n'ont pas d'actionnariat salarié destiné particulièrement aux cadres dirigeants de l'entreprise. Puis, 33,6% d'entreprises ont un taux d'actionnariat salarié des dirigeants faible (inférieur à 3% du capital) et dans 26% d'entreprises les actionnaires salariés dirigeants de l'entreprise détiennent plus de 3% de son capital.

**Tableau 10: Importance de l'actionnariat salarié des dirigeants dans les différents secteurs d'activités (mesurée par le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés dirigeants de l'entreprise)**

| Secteurs d'activités | Présence d'actionnariat salarié « cadres dirigeants » (% du capital) | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|
| | Pas d'AS « dirigeants » | AS « dirigeants » faible < 3% | AS « dirigeants » fort > 3% | Total | |
| Biens de consommation | 20<br>*54,1%* | 9<br>*24,3%* | 8<br>*21,6%* | 37<br>*17,7%* | d.d.l. = 18<br>$Khi^2$ = 27,401<br>p.c. = 0,072*<br>Significatif |
| Industries | 15<br>*34,1%* | 19<br>*43,2%* | 10<br>*22,7%* | 44<br>*21,1%* | |
| Matériaux de base | 5<br>*50%* | 4<br>*40%* | 1<br>*10%* | 10<br>*4,8%* | |
| Pétrole et gaz | 2<br>*33,3%* | 3<br>*50%* | 1<br>*16,7%* | 6<br>*2,9%* | |
| Sante | 5<br>*27,8%* | 5<br>*27,8%* | 8<br>*44,4%* | 18<br>*8,7%* | |
| Services aux collectivités | 3<br>*37,5%* | 5<br>*62,5%* | 0<br>*0%* | 8<br>*3,8%* | |
| Services aux consommateurs | 19<br>*48,7%* | 9<br>*23,1%* | 11<br>*28,2%* | 39<br>*18,7%* | |
| Sociétés financières | 11<br>*50%* | 7<br>*31,8%* | 4<br>*18,2%* | 22<br>*10,6%* | |
| Technologies | 3<br>*13,1%* | 9<br>*39,1%* | 11<br>*47,8%* | 23<br>*11%* | |
| Télécommunications | 1<br>*100%* | 0<br>*0%* | 0<br>*0%* | 1<br>0,5% | |
| Total | 84<br>*40,4%* | 70<br>*33,6%* | 54<br>*26%* | 208<br>*100%* | |

Parmi les secteurs d'activité avec un fort taux de détention d'actions par des cadres dirigeants de l'entreprise tel que repris dans le tableau 10, un niveau fort de l'actionnariat salarié des dirigeants (> à 3% du capital) est à souligner en ce qui concerne les secteurs

des technologies (47,8%) et de la santé (44,4%). Ces différences sont encore une fois significatives statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil de 10% selon le test du $Khi^2$.

En ce qui concerne l'importance de l'actionnariat salarié « non dirigeants », un peu plus de la moitié de notre échantillon (*55,3%*), c'est à dire 115 entreprises sur 208 ont un faible pourcentage du capital (< de 3% du capital) détenu par des salariés actionnaires non cadres dirigeants de l'entreprise. Tandis que dans près d'un quart des entreprises de l'échantillon (*22,6%*), la participation au capital des salariés non cadres dirigeants de l'entreprise dépasse le seuil de 3%.

**Tableau 11: Importance de l'actionnariat des salariés « non dirigeants » dans les entreprises appartenant à différents secteurs d'activités (mesurée par le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés « non dirigeants » de l'entreprise)**

| Secteurs d'activités | Présence d'actionnariat salarié « non cadres dirigeants » (% du capital) | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|
| | Pas d'AS «non dirigeants» | AS «non dirigeants» faible < 3% | AS «non dirigeants» fort > 3% | Total | |
| Biens de consommation | 10<br>*27%* | 20<br>*54%* | 7<br>*19%* | 37<br>*17,7%* | d.d.l. = 18<br>$Khi^2$ = 15,724<br>p.c. = 0,612<br>Non significatif |
| Industries | 11<br>*25%* | 21<br>*47,7%* | 12<br>*27,3%* | 44<br>*21,1%* | |
| Matériaux de base | 2<br>*20%* | 7<br>*70%* | 1<br>*10%* | 10<br>*4,8%* | |
| Pétrole et gaz | 0<br>*0%* | 4<br>*66,7%* | 2<br>*33,3%* | 6<br>*2,9%* | |
| Sante | 5<br>*27,8%* | 10<br>*55,5%* | 3<br>*16,7%* | 18<br>*8,7%* | |
| Services aux collectivités | 0<br>*0%* | 7<br>*87,5%* | 1<br>*12,5%* | 8<br>*3,8%* | |
| Services aux consommateurs | 10<br>*25,6%* | 23<br>*59%* | 6<br>*15,4%* | 39<br>*18,7%* | |
| Sociétés financières | 4<br>*18,2%* | 12<br>*54,5%* | 6<br>*27,3%* | 22<br>*10,6%* | |
| Technologies | 4<br>*17,4%* | 11<br>*47,8%* | 8<br>*34,8%* | 23<br>*11%* | |
| Télécommunications | 0<br>*0%* | 0<br>*0%* | 1<br>*100%* | 1<br>0,5% | |
| Total | 46<br>*22,1%* | 115<br>*55,3%* | 47<br>*22,6%* | 208<br>*100%* | |

Quant aux secteurs d'activité ayant un fort taux de détention d'actions par des salariés non cadres dirigeants de l'entreprise tel que représenté dans le tableau 11, nous remarquons

qu'une détention de capital moyenne et forte par les actionnaires salariés « non dirigeants » est à souligner dans les secteurs des services financiers et des technologies, sachant néanmoins que ces différences ne sont par contre pas significatives statistiquement.

Après l'analyse des différentes caractéristiques du mécanisme de l'actionnariat salarié au sein des différents secteurs d'activité des entreprises, nous allons procéder maintenant à l'analyse des variables caractérisant l'actionnariat salarié en fonction de la taille des entreprises de notre échantillon, en nuançant encore plus le degré de présence de l'actionnariat salarié (sur une échelle comportant un niveaux « *très faible* », « *faible* », « *moyen* », « *fort* », « *très fort* »), des différences importantes seront ainsi mises en évidence.

- Effectifs et actionnariat salarié

Nous constatons ainsi que la répartition des entreprises de notre échantillon en fonction de leur taille n'est pas identique, tout comme le fait que la présence de l'actionnariat salarié diffère en fonction des effectifs des entreprises. Le test du $Khi^2$ confirme cette dispersion dans la répartition des effectifs. Ces différences sont en effet très significatives statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil de 1% selon le test du $Khi^2$.

**Tableau 12: Actionnariat salarié en fonction de la taille des entreprises**

| Effectifs | Présence d'actionnariat salarié (% du capital) | | | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pas d'AS | Faible <3% | Moyenne 3 à 6% | Forte 6 à 30% | Très forte >30% | Total | |
| Moins de 1000 | 8<br>*18,2%* | 14<br>*31,8%* | 5<br>*11,4%* | 4<br>*9,1%* | 13<br>*29,5%* | 44<br>*21.1%* | |
| Entre 1000 et 4000 | 7<br>*14,3%* | 16<br>*32,7%* | 8<br>*16,3%* | 5<br>*10,2%* | 13<br>*26,5%* | 49<br>*23,6%* | d.d.l = 16 |
| Entre 4000 et 10000 | 5<br>*13,5%* | 15<br>*40,6%* | 3<br>*8,1%* | 4<br>*10,8%* | 10<br>*27,0%* | 37<br>*17,8%* | $Khi^2$ = 38,121<br>p.c. = 0,001***<br>Significatif |
| Entre 10000 et 20000 | 1<br>*4,3%* | 12<br>*52,2%* | 6<br>*26,1%* | 3<br>*13,1%* | 1<br>*4,3%* | 23<br>*11,1%* | |
| Plus de 20000 | 2<br>*3,6%* | 30<br>*54,6%* | 12<br>*21,8%* | 11<br>*20%* | 0<br>*0%* | 55<br>*26,4%* | |
| Total | 23<br>*11,1%* | 87<br>*41,8%* | 34<br>*16,3%* | 27<br>*13%* | 37<br>*17,8%* | 208<br>*100%* | |

Une analyse attentive des résultats du tri croisé présentés dans le tableau 13 nous fait remarquer l'existence de disparités fortes concernant la présence des mécanismes d'actionnariat salarié entre les entreprises ayant des effectifs jusqu'à 10 000 salariés d'une part (62,5%) et les entreprises ayant des effectifs dépassant le seuil de 10 000 salariés d'autre part (37,5%).

Plus d'un quart de notre échantillon (26,4%), ce sont des entreprises de très grande taille (avec des effectifs dépassant les 20 000 salariés). L'actionnariat salarié est présent dans quasiment toutes ces entreprises. Dans plus de la moitié de ces très grandes entreprises (54,6%), nous remarquons toutefois une présence assez faible de l'actionnariat salarié (inférieure à 3% du capital), les autres étant partagées entre un niveau de détention moyen, allant de 3 à 6 % du capital (21,8% des très grandes entreprises) et une présence forte de l'actionnariat salarié dans la structure du capital, pouvant atteindre jusqu'à 30% du capital dans certaines sociétés (20% des très grandes entreprises). Aucune entreprise n'atteint un niveau très fort d'actionnariat salarié (supérieur à 30% du capital) parmi les très grandes entreprises.

Nous remarquons de même que la présence de l'actionnariat salarié dans la deuxième catégorie d'entreprises de grande taille (entre 10 000 et 20 000 salariés) est comparable à la catégorie de très grandes entreprises. A nouveau, presque toutes ces entreprises disposent des mécanismes d'actionnariat salarié, sachant que dans plus de la moitié de ces entreprises (52,2%) les actionnaires salariés détiennent une part assez faible du capital (inférieure à 3%), le niveau d'actionnariat moyen et fort est atteint dans 26,1% et 13,1% des entreprises de grande taille respectivement. Comme dans les entreprises de très grande taille, le niveau très fort d'actionnariat salarié (supérieur à 30% du capital) n'est quasiment jamais atteint (sauf pour une seule entreprise).

Quant aux entreprises ayant des effectifs ne dépassant pas le seuil des 10 000 salariés, nous remarquons un nombre plus important des entreprises n'ayant aucun dispositif d'actionnariat salarié (20 entreprises sur l'ensemble des 23 entreprises sans actionnariat salarié de notre échantillon). Ensuite, le pourcentage des entreprises faiblement investies dans la démarche de l'actionnariat salarié est moins important que dans le cas des grandes ou de très grandes entreprises (30 à 40% ont une présence faible de l'actionnariat salarié au capital, ne dépassant pas le seuil de 3% du capital ; ce pourcentage étant supérieur à 50% dans les entreprises ayant des effectifs dépassant les 10 000 salariés évoquées précédemment). De la même façon, le pourcentage des entreprises ayant atteint un niveau moyen (3 à 6 % du capital) ou fort (6 à 30% du capital) d'actionnariat salarié est moins

important parmi les entreprises ayant un effectif inférieur à 10 000 salariés comparativement aux autres sociétés de taille plus importante.

Puis, la différence la plus marquante à souligner, c'est le fait que plus d'un quart des sociétés ayant des effectifs inférieurs à 10 000 salariés ont mis en place un actionnariat salarié d'un niveau « très fort », avec plus de 30% du capital détenu par leurs salariés, ce qui est d'autant plus considérable si on fait le rapport avec les grandes ou les très grandes entreprises où le seuil de 30% du capital n'est quasiment jamais dépassé.

Le constat de la répartition dispersée de l'actionnariat salarié en fonction des effectifs des entreprises se confirme de même en ce qui concerne l'actionnariat salarié des cadres dirigeants de l'entreprise. Le test du $Khi^2$ confirme à nouveau cette dispersion dans la répartition des effectifs. Ces différences sont en effet très significatives statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil de 1% selon le test du $Khi^2$.

**Tableau 13: Actionnariat salarié des dirigeants et taille de l'entreprise**

| Effectifs | Présence d'actionnariat salarié « cadres dirigeants » (en % du capital) | | | | | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pas d'AS | Pas d'AS dirigeants | Très faible < 3% | Faible 3 à 10% | Moyenne 10 à 30% | Forte 30 à 50% | Très forte > 50% | Total | |
| Moins de 1000 | 8<br>*18,2%* | 10<br>*22,7%* | 9<br>*20,4%* | 0<br>*0%* | 4<br>*9,1%* | 8<br>*18,2%* | 5<br>*11,4%* | 44<br>*21.1%* | |
| Entre 1000 et 4000 | 7<br>*14,3%* | 13<br>*26,5%* | 11<br>*22,4%* | 4<br>*8,2%* | 3<br>*6,1%* | 5<br>*10,2%* | 6<br>*12,2%* | 49<br>*23,6%* | d.d.l = 20 |
| Entre 4000 et 10000 | 5<br>*13,5%* | 12<br>*32,4%* | 6<br>*16,2%* | 1<br>*2,7%* | 4<br>*10,8%* | 3<br>*8,1%* | 6<br>*16,2%* | 37<br>*17,8%* | $Khi^2$ = 56,58<br>p.c. = 0,000***<br>Significatif |
| Entre 10000 et 20000 | 1<br>*4,3%* | 9<br>*39,1%* | 10<br>*43,5%* | 0<br>*0%* | 3<br>*13,0%* | 0<br>*0%* | 0<br>*0%* | 23<br>*11,1%* | |
| Plus de 20000 | 2<br>*3,6%* | 17<br>*30,1%* | 34<br>*61,8%* | 1<br>*1,8%* | 1<br>*1,8%* | 0<br>*0%* | 0<br>*0%* | 55<br>*26,4%* | |
| Total | 23<br>*11,1%* | 61<br>*29,3%* | 70<br>*33,7%* | 6<br>*2,9%* | 15<br>*7,2%* | 16<br>*7,7%* | 17<br>*8,2%* | 208<br>*100%* | |

Dans les entreprises dont les effectifs de dépassent pas les 10 000 employés, l'actionnariat salarié destiné aux cadres dirigeants est absent dans 22 à 32% des cas, cette forme d'actionnariat est très faible dans 16 à 20% des cas, le niveau moyen est atteint dans près de 10% des entreprises, avec une présence forte dans 8 à 18% des sociétés. Le niveau très fort d'actionnariat salarié destiné aux cadres dirigeants est atteint dans 11 à 16% des sociétés faisant partie de notre échantillon.

Quant aux grandes et très grandes entreprises (celles dont les effectifs dépassent les 10 000 employés), l'absence d'actionnariat salarié à destination des cadres dirigeants est constatée dans 30 à 39% d'entreprises, cette présence étant très faible dans la grande majorité des ces entreprises (entre 40 et 60%), le niveau fort ou très fort n'étant jamais atteint.

En ce qui concerne la répartition de l'actionnariat salarié à destination des salariés non dirigeants, nous remarquons de mêmes de très fortes disparités (très significatives statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil de 1% selon le test du $Khi^2$) en fonction de la taille des entreprises de l'échantillon.

Dans près des deux tiers des grandes entreprises (ayant un effectif supérieur à 10 000 employés), l'actionnariat salarié à destination de l'ensemble des salariés non cadres dirigeants (*broad-based employee ownership*) est assez faiblement présent dans la structure du capital des entreprises (ne dépassant pas les 3% du capital).

Toutefois la majorité de ces entreprises a mis en place des plans d'actionnariat salarié « *broad-based* », ce qui n'est pas toujours le cas dans les entreprises de moins de 10 000 salariés où 8 à 27% des entreprises n'ont pas de formules d'actionnariat salarié « *broad-based* » (tout en ayant mis en place des formules d'actionnariat destinées aux salariés dirigeants de l'entreprise).

Les très grandes entreprises sont par ailleurs les seules ayant atteint un niveau de détention « *fort* » et « *très fort* » d'actionnariat salarié « *non dirigeant* ». En effet - dans près de 10% de ces entreprises - les actionnaires salariés non cadres dirigeants détiennent entre 6 à 10% du capital et dans près de 10% des grandes entreprises ce seuil est supérieur à 10%.

**Tableau 14: Actionnariat des salariés non dirigeants et taille de l'entreprise**

| Effectifs | Présence actionnariat salarié « non cadres dirigeants » (en % du capital) | | | | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pas d'AS | Pas d'AS non dirigeants | Faible <3% | Moyenne 3 à 6% | Forte 6 à 10% | Très forte >10% | Total | |
| Moins de 1000 | 8<br>*18,2%* | 12<br>*27,3%* | 18<br>*40,9%* | 5<br>*11,4%* | 1<br>*2,2%* | 0<br>*0%* | 44<br>*21.1%* | |
| Entre 1000 et 4000 | 7<br>*14,3%* | 7<br>*14,3%* | 26<br>*53,1%* | 7<br>*14,3%* | 1<br>*2,0%* | 1<br>*2,0%* | 49<br>*23,6%* | d.d.l = 16 |
| Entre 4000 et 10000 | 5<br>*13,5%* | 3<br>*8,1%* | 22<br>*59,5%* | 6<br>*16,2%* | 1<br>*2,7%* | 0<br>*0%* | 37<br>*17,8%* | $Khi^2$ = 39,939<br>p.c. = 0,001*** |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Entre 10000 et 20000 | 1<br>*4,3%* | 0<br>*0%* | 16<br>*69,6%* | 4<br>*17,4%* | 0<br>*0%* | 2<br>*8,7%* | 23<br>*11,1%* | Significatif |
| Plus de 20000 | 2<br>*3,6%* | 1<br>*1,8%* | 33<br>*60%* | 9<br>*16,4%* | 5<br>*9,1%* | 5<br>*9,1%* | 55<br>*26,4%* | |
| Total | 23<br>*11,05%* | 23<br>*11,05%* | 115<br>*55,3%* | 31<br>*15%* | 8<br>*3,8%* | 8<br>*3,8%* | 208<br>*100%* | |

En ce qui concerne le pourcentage des salariés qui sont actionnaires de l'entreprise dans laquelle ils travaillent, nous remarquons de même, après l'analyse des résultats présentés dans le tableau 16, certaines disparités (significatives statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil de 10% selon le test du $Khi^2$) en fonction de la taille des entreprises de l'échantillon.

Ainsi, près de la moitié des entreprises ayant moins de 10 000 employés connaissent une adhésion forte de leurs salariés aux formules d'actionnariat salarié, plus de la moitié de leurs salariés étant en même temps actionnaires de l'entreprise dans laquelle ils travaillent, ce pourcentage variant entre 30 et 40% pour la catégorie de très grandes entreprises.

**Tableau 15 : Pourcentage des salariés « *actionnaires de l'entreprise dans laquelle ils travaillent* » et taille de l'entreprise**

| Effectifs | Pourcentage des salariés actionnaires (en % des effectifs) | | | | | Test du $Khi^2$ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pas d'AS | Faible<br><25% | Moyenne<br>Entre 25 et 50% | Forte<br>>50% | Total | |
| Moins de 1000 | 8<br>*18,2%* | 3<br>*6,8%* | 8<br>*18,2%* | 25<br>*56,8%* | 44<br>*21.1%* | d.d.l = 8 |
| Entre 1000 et 4000 | 7<br>*14,3%* | 4<br>*8,1%* | 16<br>*32,7%* | 22<br>*44,9%* | 49<br>*23,6%* | $Khi^2$ = 14,027<br>p.c. = 0,081*<br>Significatif |
| Entre 4000 et 10000 | 5<br>*13,5%* | 7<br>*18,9%* | 3<br>*8,1%* | 22<br>*59,5%* | 37<br>*17,8%* | |
| Entre 10000 et 20000 | 1<br>*4,3%* | 7<br>*30,5%* | 7<br>*30,4%* | 8<br>*34,8%* | 23<br>*11,1%* | |
| Plus de 20000 | 2<br>*3,6%* | 9<br>*16,4%* | 20<br>*36,4%* | 24<br>*43,6%* | 55<br>*26,4%* | |
| Total | 23<br>*11,1%* | 30<br>*14,4%* | 54<br>*26%* | 101<br>48,5% | 208<br>*100%* | |

Nous pouvons ainsi conclure que le mécanisme de l'actionnariat salarié n'est pas présent de façon identique dans les entreprises françaises cotées, de fortes différences ayant été

remarquées que ce soit dans les différents secteurs d'activités, ou bien en fonction de la taille des entreprises.

Ces différences concernent les différentes mesures de l'actionnariat salarié, que ce soit notamment le pourcentage du capital détenu par tous les actionnaires salariés ou le pourcentage des salariés actionnaires par rapport au total des effectifs de l'entreprise, ou bien encore le pourcentage détenu par les salariés actionnaires non dirigeants de l'entreprise d'une part et par les actionnaires salariés dirigeants de l'entreprise d'autre part.

## A. Analyses univariées des effets de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises cotées

Nous allons présenter maintenant les résultats des analyses univariées, basées sur des tests des moyennes, concernant quatre catégories d'indicateurs de performance économique et financière, de croissance et de risque. Ces tests ont été réalisés sur les différentes mesures d'actionnariat salarié, et notamment le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires, le pourcentage des salariés actionnaires par rapport au total des effectifs des entreprises, le pourcentage du capital détenu par des salariés cadres dirigeants des entreprises et le pourcentage du capital détenu par les salariés non dirigeants des entreprise. La littérature considérant que le niveau significatif d'actionnariat salarié est atteint à partir du moment où au moins 25% des salariés détiennent au moins 3% du capital de l'entreprise, nous avons aussi testé les différences des moyennes pour l'ensemble des indicateurs pour les entreprises ayant atteint ce seuil particulier.

### a) Actionnariat salarié et la performance économique et comptable des entreprises françaises cotées

Suite à l'analyse des résultats présentés dans le tableau 17, nous constatons que les entreprises avec actionnariat salarié ont une meilleure rentabilité par rapport aux autres, qu'il s'agisse de la rentabilité des capitaux propres ou bien du taux de retour sur investissement. En effet, les entreprises avec actionnariat salarié ont une rentabilité des capitaux propres supérieure de 2 à 3,5% en moyenne, et ce dès le seuil de 1% du capital détenu par les salariés actionnaires. De même en ce qui concerne le taux de retour sur investissement, les entreprises avec actionnariat salarié surperforment les autres de 1 à 2% en moyenne, ce gain de ROI étant observable dès le seuil de 1% d'actionnariat salarié. Les résultats des tests statistiques sont hautement significatifs, au seuil d'erreur de 1% du test T de Student.

Quant à la productivité moyenne des entreprises avec actionnariat salarié, elle est inférieure pour les entreprises ayant un taux de capital détenu par des actionnaires salariés inférieur à 20% et nettement supérieure pour les entreprises ou les actionnaires salariés détiennent près de 50% du capital. Ces résultats statistiques sont significatifs au

seuil d'erreur de 5% de la loi de Student.

**Tableau 16 : Performance économique et comptable - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable AS%K <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentabilité des capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 1% | 207 | 538 | 12,30 | 14,26 | 8,37 | 8,43 | *0,0047**** | *0,0041**** |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 3% | 391 | 354 | 13,23 | 14,25 | 8,50 | 8,37 | *0,0973** | *0,0327*** |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 6% | 507 | 238 | 13,61 | 13,93 | 8,38 | 8,62 | 0,6329 | 0,3592 |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 15% | 566 | 179 | 13,53 | 14,30 | 8,31 | 8,88 | 0,2894 | 0,1109 |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 20% | 581 | 164 | 13,57 | 14,22 | 8,32 | 8,91 | 0,3891 | 0,1487 |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 30% | 616 | 129 | 13,47 | 14,86 | 8,37 | 8,76 | *0,0902** | *0,0347*** |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 50% | 677 | 68 | 13,39 | 16,90 | 8,45 | 7,79 | *0,0011**** | *0,0009**** |
| Retour sur investissement | | | | | | | | | | | | |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 1% | 212 | 540 | 9,16 | 9,82 | 5,97 | 5,74 | 0,1647 | *0,0419*** |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 3% | 399 | 353 | 9,28 | 10,03 | 5,81 | 5,79 | *0,0744** | *0,0397*** |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 6% | 519 | 233 | 9,49 | 9,95 | 5,76 | 5,90 | 0,3162 | 0,2478 |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 15% | 578 | 174 | 9,36 | 10,55 | 5,62 | 6,31 | *0,0267*** | *0,0146*** |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 20% | 594 | 158 | 9,39 | 10,54 | 5,68 | 6,21 | *0,0267*** | *0,0212*** |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 30% | 627 | 125 | 9,37 | 10,97 | 5,69 | 6,24 | *0,0049**** | *0,0034**** |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 50% | 689 | 63 | 9,47 | 11,45 | 5,80 | 5,67 | *0,0095**** | *0,0078**** |
| Productivité | | | | | | | | | | | | |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 1% | 206 | 516 | 228,54 | 204,12 | 140,77 | 123,91 | *0,0302*** | *0,0360*** |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 3% | 391 | 331 | 218,81 | 201,97 | 133,53 | 123,74 | *0,0813** | *0,0951** |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 6% | 500 | 222 | 216,00 | 200,03 | 130,62 | 125,93 | 0,1258 | *0,0611** |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 15% | 556 | 166 | 219,27 | 183,68 | 130,92 | 120,19 | *0,0018**** | *0,0002**** |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 20% | 569 | 153 | 217,00 | 189,12 | 130,47 | 122,87 | *0,0178*** | *0,0041**** |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 30% | 605 | 117 | 212,67 | 202,91 | 130,26 | 124,55 | 0,4552 | 0,3302 |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 50% | 663 | 59 | 208,25 | 243,02 | 128,85 | 131,34 | *0,0477*** | *0,0364*** |

Quant à l'étude de la corrélation entre la performance économique et comptable et l'actionnariat salarié mesuré par le taux des salariés actionnaires par rapport au total des effectifs de l'entreprise, les résultats des tests statistiques présentés dans le tableau 18 confirment le constat précédent concernant la rentabilité des capitaux propres avec un ROE supérieur de 1,7% pour les entreprises dans lesquelles plus de la moitié des salariés participent au capital (résultats statistiques significatifs au seuil de 5% de la loi de Student). La productivité est supérieure pour les entreprises dans lesquelles plus d'un quart des salariés sont en même temps actionnaires (résultats statistiques significatifs au

seuil de 10% de la loi de Student).

**Tableau 17 : Performance économique et comptable - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable PerSal <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentabilité des capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 25% | 137 | 426 | 12,80 | 13,64 | 8,74 | 8,15 | 0,3000 | 0,1960 |
| ROE | 745 | 13,71 | 8,45 | 50% | 304 | 259 | 12,64 | 14,38 | 8,17 | 8,36 | *0,0131*** | *0,0319*** |
| Retour sur investissement | | | | | | | | | | | | |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 25% | 141 | 429 | 9,62 | 9,55 | 6,11 | 5,61 | 0,9030 | 0,7583 |
| ROI | 752 | 9,63 | 5,81 | 50% | 311 | 259 | 9,48 | 9,68 | 5,86 | 5,58 | 0,6720 | 0,6544 |
| Productivité | | | | | | | | | | | | |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 25% | 153 | 387 | 197,63 | 222,56 | 146,62 | 124,92 | *0,0650** | *0,0014**** |
| Prod | 722 | 211,09 | 129,32 | 50% | 312 | 228 | 208,40 | 225,20 | 134,50 | 127,61 | 0,1433 | *0,0509** |

Les résultats des tests statistiques présentés dans les tableaux 19 et 20 vont nous permettre de peaufiner les analyses précédentes grâce à la distinction entre l'actionnariat salarié des cadres dirigeants par rapport à l'actionnariat des salariés non dirigeants de l'entreprise.

Le tableau 19 expose les résultats des tests réalisés pour étudier l'existence d'un lien entre le pourcentage du capital détenu par des cadres dirigeants de l'entreprise et sa performance économique et comptable. Nous constatons ainsi que les entreprises dans lesquelles les cadres dirigeants sont actionnaires ont une meilleure rentabilité des capitaux propres (les gains étant supérieurs de 1 à 4 %) et un meilleur taux de retour sur investissement (les gains obtenus peuvent varier entre 1,5 et 2,6%), et ce - quelque soit le pourcentage du capital détenu par les dirigeants de l'entreprise. Les résultats statistiques sont significatifs au seuil d'erreur de 1% de la loi de Student.

Par contre, la productivité des entreprises avec actionnariat des dirigeants est inférieure tant que le seuil de détention ne dépasse pas les 30% du capital, sachant toutefois que les entreprises qui voient le taux d'actionnariat salarié des dirigeants dépasser les 50% du capital ont une productivité largement supérieure aux autres (avec une probabilité critique inférieure au seuil d'erreur de 10% selon la loi de Student).

**Tableau 18 : Performance économique et comptable - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable ExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentabilité des capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 1% | 366 | 196 | 13,00 | 14,22 | 8,28 | 8,30 | *0,0974** | *0,0523** |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 3% | 406 | 156 | 13,36 | 13,60 | 8,33 | 8,25 | 0,7632 | 0,4838 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 6% | 421 | 141 | 13,27 | 13,89 | 8,27 | 8,38 | 0,4467 | 0,2426 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 15% | 446 | 116 | 13,32 | 13,85 | 8,27 | 8,45 | 0,5332 | 0,2544 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 20% | 453 | 109 | 13,21 | 14,33 | 8,31 | 8,23 | 0,2045 | *0,0888** |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 30% | 470 | 92 | 13,21 | 14,54 | 8,24 | 8,54 | 0,1607 | *0,0806** |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 50% | 511 | 51 | 13,06 | 17,08 | 8,28 | 7,62 | *0,0009**** | *0,0007**** |
| Retour sur investissement | | | | | | | | | | | | |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 1% | 371 | 198 | 9,08 | 10,50 | 5,55 | 5,98 | *0,0050**** | *0,0010**** |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 3% | 414 | 155 | 9,22 | 10,51 | 5,59 | 6,03 | *0,0169*** | *0,0072**** |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 6% | 430 | 139 | 9,23 | 10,64 | 5,56 | 6,16 | *0,0119*** | *0,0074**** |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 15% | 454 | 115 | 9,27 | 10,76 | 5,52 | 6,43 | *0,0244*** | *0,0113*** |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 20% | 461 | 108 | 9,26 | 10,90 | 5,54 | 6,39 | *0,0155*** | *0,0074**** |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 30% | 477 | 92 | 9,28 | 11,07 | 5,52 | 6,58 | *0,0159*** | *0,0065**** |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 50% | 522 | 47 | 9,36 | 11,92 | 5,71 | 5,63 | *0,0033**** | *0,0028**** |
| Productivité | | | | | | | | | | | | |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 1% | 353 | 186 | 227,38 | 193,06 | 134,86 | 123,33 | *0,0040**** | *0,0016**** |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 3% | 396 | 143 | 224,30 | 191,26 | 134,69 | 120,98 | *0,0101*** | *0,0088**** |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 6% | 411 | 128 | 222,83 | 192,10 | 135,33 | 117,66 | *0,0136*** | *0,0174*** |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 15% | 433 | 106 | 221,89 | 189,56 | 132,90 | 124,98 | *0,0236*** | *0,0059**** |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 20% | 440 | 99 | 220,02 | 195,61 | 132,84 | 126,35 | *0,0963** | *0,0383*** |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 30% | 456 | 83 | 216,18 | 212,00 | 132,92 | 126,83 | 0,7907 | 0,7572 |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 50% | 496 | 43 | 212,35 | 252,22 | 132,08 | 125,45 | *0,0572** | *0,0160*** |

L'analyse des résultats présentés dans le tableau 20 concernant le lien entre l'actionnariat des salariés non-dirigeants de l'entreprise et la performance économique et comptable de ces entreprises n'aboutit pas à des effets significatifs très solides : il n'existerait pas d'association forte entre l'actionnariat des salariés non-dirigeants et la performance économique et financière des entreprises. Sauf pour les quelques entreprises dans lesquelles les salariés non-dirigeants détiennent au moins 30% du capital, où l'on remarque une meilleure rentabilité des capitaux propres (supérieure de 2,7%, avec une p.c. de Student < à 5%) et un taux de retour sur investissement inférieur de 1,3% (avec une probabilité critique inférieure au seuil d'erreur de 1% de la loi de Student).

Les résultats sont de même assez mitigés en ce qui concerne la productivité (pas de tendance nette), sachant toutefois que les quelques entreprises où les salariés actionnaires

détiennent plus de 15% du capital ont une productivité inférieure aux autres (avec une probabilité critique inférieure au seuil d'erreur de 1% de la loi de Student).

**Tableau 19 : Performance économique et comptable – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable NonExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentabilité des capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 1% | 266 | 296 | 13,00 | 13,81 | 8,41 | 8,20 | 0,2528 | 0,1627 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 3% | 425 | 137 | 13,38 | 13,56 | 8,45 | 7,85 | 0,8232 | 0,5381 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 6% | 509 | 53 | 13,45 | 13,21 | 8,36 | 7,72 | 0,8421 | 0,9122 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 15% | 544 | 18 | 13,41 | 13,81 | 8,28 | 9,23 | 0,8439 | 0,5615 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 20% | 548 | 14 | 13,42 | 13,60 | 8,25 | 10,34 | 0,9386 | 0,6587 |
| ROE | 562 | 13,43 | 8,30 | 30% | 557 | 5 | 13,40 | 16,14 | 8,33 | 1,53 | *0,0108*** | 0,2550 |
| Retour sur investissement | | | | | | | | | | | | |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 1% | 266 | 303 | 9,55 | 9,59 | 5,84 | 5,66 | 0,9374 | 0,6485 |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 3% | 432 | 137 | 9,59 | 9,51 | 5,87 | 5,32 | 0,8779 | 0,7997 |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 6% | 517 | 52 | 9,67 | 8,57 | 5,82 | 4,75 | 0,1217 | 0,1297 |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 15% | 552 | 17 | 9,62 | 8,19 | 5,78 | 4,25 | 0,3146 | 0,3412 |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 20% | 556 | 13 | 9,62 | 7,65 | 5,76 | 4,35 | 0,2227 | 0,2326 |
| ROI | 569 | 9,57 | 5,74 | 30% | 564 | 5 | 9,58 | 8,27 | 5,76 | 0,60 | *0,0030**** | 0,6630 |
| Productivité | | | | | | | | | | | | |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 1% | 255 | 284 | 222,65 | 209,14 | 137,64 | 126,41 | 0,2356 | 0,2323 |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 3% | 413 | 126 | 213,38 | 222,60 | 133,32 | 127,36 | 0,4926 | 0,2940 |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 6% | 490 | 49 | 215,43 | 216,54 | 133,16 | 119,71 | 0,9552 | 0,7862 |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 15% | 521 | 18 | 216,92 | 175,50 | 133,59 | 53,66 | *0,0065**** | 0,4089 |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 20% | 525 | 14 | 216,21 | 190,13 | 133,41 | 42,63 | *0,0545** | 0,9646 |
| Prod | 539 | 215,53 | 131,89 | 30% | 534 | 5 | 215,90 | 176,80 | 132,36 | 59,80 | 0,5099 | 0,6747 |

### b) Actionnariat salarié et la performance financière des entreprises françaises cotées

Nous allons maintenant poursuivre notre analyse avec l'étude du lien entre l'actionnariat salarié et la performance financière des entreprises mesurée à l'aide des indicateurs suivants : les bénéfices par action, les dividendes par action, le taux de distribution des bénéfices et le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière de l'entreprise) et leur valeur comptable (*le price-to-book ratio*), sur la période de notre étude allant de 2005 à 2008.

L'analyse des résultats présentés dans le tableau 21 nous fait remarquer que le taux des bénéfices par action est supérieur pour les entreprises ayant un faible taux d'actionnariat

salarié (autour de trois pourcents du capital), mais ce taux des bénéfices par action est inférieur pour les entreprises ayant un actionnariat salarié dépassant les 15% du capital.

**Tableau 20 : Performance financière - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable AS%K <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Price-to-book ratio | | | | | | | | | | | | |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 1% | 219 | 543 | 2,04 | 2,15 | 1,19 | 1,19 | 0,2499 | 0,2329 |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 3% | 407 | 355 | 2,08 | 2,16 | 1,17 | 1,21 | 0,3924 | 0,3585 |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 6% | 526 | 236 | 2,07 | 2,22 | 1,15 | 1,25 | 0,1176 | 0,1933 |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 15% | 586 | 176 | 2,06 | 2,30 | 1,15 | 1,29 | *0,0256*** | *0,0416*** |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 20% | 604 | 158 | 2,07 | 2,30 | 1,15 | 1,32 | *0,0503** | 0,1059 |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 30% | 638 | 124 | 2,06 | 2,40 | 1,14 | 1,37 | *0,0124*** | *0,0289*** |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 50% | 698 | 64 | 2,11 | 2,23 | 1,18 | 1,27 | 0,4374 | 0,5714 |
| Bénéfices par action | | | | | | | | | | | | |
| BPA | 754 | 2,24 | 1,87 | 1% | 204 | 550 | 1,89 | 2,37 | 1,92 | 1,84 | *0,0016**** | *0,0000**** |
| BPA | 754 | 2,24 | 1,87 | 3% | 396 | 358 | 2,23 | 2,25 | 1,88 | 1,87 | 0,8451 | 0,7399 |
| BPA | 754 | 2,24 | 1,87 | 6% | 516 | 238 | 2,31 | 2,08 | 1,87 | 1,87 | 0,1206 | *0,0703** |
| BPA | 754 | 2,24 | 1,87 | 15% | 571 | 183 | 2,38 | 1,79 | 1,91 | 1,67 | *0,0001**** | *0,0002**** |
| BPA | 754 | 2,24 | 1,87 | 20% | 588 | 166 | 2,36 | 1,83 | 1,90 | 1,69 | *0,0007**** | *0,0013**** |
| BPA | 754 | 2,24 | 1,87 | 30% | 623 | 131 | 2,30 | 1,98 | 1,88 | 1,79 | *0,0751** | *0,0691** |
| BPA | 754 | 2,24 | 1,87 | 50% | 688 | 66 | 2,22 | 2,42 | 1,90 | 1,53 | 0,3298 | *0,0800** |
| Dividendes par action | | | | | | | | | | | | |
| DPA | 754 | 0,78 | 0,71 | 1% | 206 | 548 | 0,69 | 0,81 | 0,68 | 0,71 | *0,0332*** | *0,0265*** |
| DPA | 754 | 0,78 | 0,71 | 3% | 397 | 357 | 0,83 | 0,72 | 0,71 | 0,70 | *0,0466*** | *0,0312*** |
| DPA | 754 | 0,78 | 0,71 | 6% | 514 | 240 | 0,85 | 0,62 | 0,72 | 0,66 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 754 | 0,78 | 0,71 | 15% | 568 | 186 | 0,86 | 0,51 | 0,72 | 0,58 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 754 | 0,78 | 0,71 | 20% | 585 | 169 | 0,85 | 0,54 | 0,72 | 0,59 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 754 | 0,78 | 0,71 | 30% | 622 | 132 | 0,83 | 0,53 | 0,72 | 0,60 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 754 | 0,78 | 0,71 | 50% | 685 | 69 | 0,78 | 0,70 | 0,72 | 0,59 | 0,2995 | 0,8230 |
| Taux de distribution des bénéfices | | | | | | | | | | | | |
| Payout Ratio | 812 | 30,78 | 22,74 | 1% | 237 | 575 | 31,80 | 30,36 | 25,59 | 21,46 | 0,4444 | 0,6602 |
| Payout Ratio | 812 | 30,78 | 22,74 | 3% | 439 | 373 | 32,61 | 28,63 | 24,18 | 20,74 | *0,0118*** | *0,0327*** |
| Payout Ratio | 812 | 30,78 | 22,74 | 6% | 561 | 251 | 33,27 | 25,22 | 23,39 | 20,19 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 812 | 30,78 | 22,74 | 15% | 622 | 190 | 33,16 | 22,98 | 23,23 | 19,14 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 812 | 30,78 | 22,74 | 20% | 640 | 172 | 33,01 | 22,49 | 23,24 | 18,63 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 812 | 30,78 | 22,74 | 30% | 676 | 136 | 32,40 | 22,71 | 22,97 | 19,71 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 812 | 30,78 | 22,74 | 50% | 743 | 69 | 30,98 | 28,61 | 23,19 | 17,13 | 0,2905 | 0,4429 |

Nous constatons de même que les entreprises avec actionnariat salarié ont un taux de distribution des bénéfices inférieur aux autres, ces résultats étant hautement significatifs statistiquement (probabilité critique inférieure au seuil d'erreur de 1%).

Puis, les entreprises avec actionnariat salarié ont un *price-to-book ratio* (rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable) supérieur aux autres.

L'analyse des résultats statistiques exposés dans le tableau 22 (utilisant le pourcentage des salariés actionnaires par rapport au total des effectifs de l'entreprise comme indicateur de mesure du phénomène de l'actionnariat salarié) vient confirmer les résultats précédents ayant souligné un meilleur *price-to-book ratio* pour les entreprises avec actionnariat salarié (ces résultats étant hautement significatifs statistiquement).

Par contre, le taux de distribution des bénéfices est largement supérieur dans les entreprises avec actionnariat salarié dans lesquelles plus de 25% des salariés sont actionnaires (résultats hautement significatifs statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil d'erreur de 1% de la loi de Student).

**Tableau 21 : Performance financière - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable PerSal <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Price-to-book ratio | | | | | | | | | | | | |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 25% | 142 | 441 | 1,88 | 2,08 | 1,12 | 1,21 | *0,0873** | *0,0787** |
| PBR | 762 | 2,12 | 1,19 | 50% | 316 | 267 | 1,89 | 2,19 | 1,09 | 1,28 | *0,0024**** | *0,0035**** |
| Bénéfices par action | | | | | | | | | | | | |
| BPA | 735 | 2,30 | 1,86 | 25% | 142 | 426 | 2,23 | 2,36 | 1,82 | 1,92 | 0,4759 | 0,5889 |
| BPA | 735 | 2,30 | 1,86 | 50% | 299 | 269 | 2,41 | 2,24 | 1,92 | 1,86 | 0,3024 | 0,2913 |
| Dividendes par action | | | | | | | | | | | | |
| DPA | 714 | 0,82 | 0,70 | 25% | 146 | 419 | 0,69 | 0,84 | 0,65 | 0,72 | *0,0247*** | *0,0296*** |
| DPA | 714 | 0,82 | 0,70 | 50% | 303 | 262 | 0,80 | 0,81 | 0,71 | 0,69 | 0,8422 | 0,7142 |
| Taux de distribution des bénéfices | | | | | | | | | | | | |
| Payout Ratio | 768 | 32,54 | 22,12 | 25% | 155 | 457 | 26,28 | 33,07 | 21,89 | 22,57 | *0,0012**** | *0,0007**** |
| Payout Ratio | 768 | 32,54 | 22,12 | 50% | 330 | 282 | 28,72 | 34,43 | 20,93 | 24,03 | *0,0020**** | *0,0030**** |

Nous allons tâcher de nuancer ces effets grâce à la distinction entre l'actionnariat salarié des cadres dirigeants de l'entreprise et l'importance de l'actionnariat des salariés non-

dirigeants de l'entreprise à l'aide des résultats des tests statistiques présentés dans les tableaux 23 et 24.

La détention des actions de l'entreprise par ses cadres dirigeants est associée avec un taux des bénéfices par action inférieur (*p.c.* < 1%), un taux de distribution des bénéfices inférieur (*p.c.* < 1%) et un *price-to-book ratio* supérieur (*p.c.* < 5%) aux autres entreprises (*cf.* résultats détaillés dans le tableau 23).

**Tableau 22 : Performance financière - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable ExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Price-to-book ratio | | | | | | | | | | | | |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 1% | 381 | 202 | 1,95 | 2,18 | 1,17 | 1,22 | *0,0214*** | *0,0213*** |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 3% | 427 | 156 | 1,98 | 2,16 | 1,16 | 1,26 | 0,1023 | 0,1446 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 6% | 442 | 141 | 1,97 | 2,22 | 1,15 | 1,29 | *0,0364*** | *0,0555*** |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 15% | 469 | 114 | 1,98 | 2,21 | 1,15 | 1,34 | 0,1066 | 0,2038 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 20% | 476 | 107 | 1,98 | 2,22 | 1,14 | 1,37 | 0,1050 | 0,2279 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 30% | 494 | 89 | 1,97 | 2,35 | 1,14 | 1,40 | *0,0173*** | *0,0344*** |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 50% | 536 | 47 | 2,02 | 2,16 | 1,18 | 1,30 | 0,4267 | 0,5721 |
| Bénéfices par action | | | | | | | | | | | | |
| BPA | 587 | 2,26 | 1,91 | 1% | 363 | 205 | 2,48 | 2,07 | 1,97 | 1,72 | *0,0101*** | *0,0269*** |
| BPA | 587 | 2,26 | 1,91 | 3% | 408 | 160 | 2,46 | 2,00 | 1,93 | 1,77 | *0,0096**** | *0,0075**** |
| BPA | 587 | 2,26 | 1,91 | 6% | 423 | 145 | 2,50 | 1,85 | 1,94 | 1,67 | *0,0001**** | *0,0003**** |
| BPA | 587 | 2,26 | 1,91 | 15% | 448 | 120 | 2,48 | 1,79 | 1,95 | 1,54 | *0,0001**** | *0,0008**** |
| BPA | 587 | 2,26 | 1,91 | 20% | 456 | 112 | 2,45 | 1,85 | 1,95 | 1,57 | *0,0007**** | *0,0047**** |
| BPA | 587 | 2,26 | 1,91 | 30% | 475 | 93 | 2,42 | 1,86 | 1,94 | 1,55 | *0,0026**** | *0,0181*** |
| BPA | 587 | 2,26 | 1,91 | 50% | 520 | 48 | 2,30 | 2,64 | 1,92 | 1,61 | 0,2401 | *0,0629** |
| Dividendes par action | | | | | | | | | | | | |
| DPA | 605 | 0,75 | 0,71 | 1% | 357 | 208 | 0,92 | 0,61 | 0,72 | 0,62 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 605 | 0,75 | 0,71 | 3% | 404 | 161 | 0,90 | 0,55 | 0,71 | 0,61 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 605 | 0,75 | 0,71 | 6% | 417 | 148 | 0,90 | 0,52 | 0,71 | 0,60 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 605 | 0,75 | 0,71 | 15% | 443 | 122 | 0,89 | 0,50 | 0,71 | 0,56 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 605 | 0,75 | 0,71 | 20% | 451 | 114 | 0,87 | 0,52 | 0,71 | 0,58 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 605 | 0,75 | 0,71 | 30% | 469 | 96 | 0,86 | 0,53 | 0,71 | 0,61 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 605 | 0,75 | 0,71 | 50% | 514 | 51 | 0,81 | 0,73 | 0,71 | 0,63 | 0,4119 | 0,6458 |
| Taux de distribution des bénéfices | | | | | | | | | | | | |
| Payout Ratio | 656 | 29,25 | 23,17 | 1% | 397 | 214 | 34,93 | 24,86 | 23,15 | 19,87 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 656 | 29,25 | 23,17 | 3% | 445 | 166 | 34,27 | 23,70 | 22,78 | 20,05 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 656 | 29,25 | 23,17 | 6% | 461 | 150 | 34,15 | 22,97 | 22,75 | 19,75 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 656 | 29,25 | 23,17 | 15% | 488 | 123 | 33,61 | 22,64 | 22,89 | 18,83 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 656 | 29,25 | 23,17 | 20% | 496 | 115 | 33,40 | 22,79 | 22,82 | 19,20 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 656 | 29,25 | 23,17 | 30% | 514 | 97 | 33,07 | 22,55 | 22,73 | 19,46 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| Payout Ratio | 656 | 29,25 | 23,17 | 50% | 560 | 51 | 31,69 | 28,23 | 22,99 | 16,89 | 0,1797 | 0,2624 |

La détention des actions de l'entreprise par des salariés non-dirigeants est associée avec un taux des bénéfices par action supérieur aux autres entreprises (*p.c.* < 1%). Quant au

taux de distribution des bénéfices, il est supérieur pour les entreprises ayant un niveau d'actionnariat des salariés non-dirigeants autour de 3% du capital (*p.c.* < 5%), puis il est inférieur (*p.c.* < 5%) à partir du moment où le seuil de 15% du capital est détenu par des salariés non-dirigeants de l'entreprise (*cf.* résultats détaillés dans le tableau 24).

**Tableau 23 : Performance financière – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable NonExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Price-to-book ratio | | | | | | | | | | | | |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 1% | 275 | 308 | 2,07 | 1,99 | 1,25 | 1,14 | 0,4365 | 0,6536 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 3% | 444 | 139 | 2,07 | 1,88 | 1,23 | 1,06 | *0,0670** | 0,2608 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 6% | 530 | 53 | 2,05 | 1,85 | 1,21 | 1,02 | 0,2476 | 0,3351 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 15% | 565 | 18 | 2,03 | 1,90 | 1,20 | 0,89 | 0,6346 | 0,8146 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 20% | 569 | 14 | 2,03 | 1,91 | 1,20 | 0,87 | 0,7155 | 0,8787 |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 30% | 578 | 5 | 2,03 | 2,04 | 1,19 | 0,65 | 0,9843 | 0,6872 |
| Bénéfices par action | | | | | | | | | | | | |
| BPA | 568 | 2,33 | 1,89 | 1% | 267 | 301 | 2,07 | 2,56 | 1,82 | 1,93 | *0,0018**** | *0,0008**** |
| BPA | 568 | 2,33 | 1,89 | 3% | 435 | 133 | 2,21 | 2,74 | 1,80 | 2,12 | *0,0100*** | *0,0180*** |
| BPA | 568 | 2,33 | 1,89 | 6% | 520 | 48 | 2,24 | 3,35 | 1,84 | 2,17 | *0,0012**** | *0,0004**** |
| BPA | 568 | 2,33 | 1,89 | 15% | 552 | 16 | 2,30 | 3,25 | 1,88 | 2,31 | *0,0484*** | *0,0765** |
| BPA | 568 | 2,33 | 1,89 | 20% | 556 | 12 | 2,31 | 3,44 | 1,87 | 2,65 | 0,1671 | 0,1293 |
| BPA | 568 | 2,33 | 1,89 | 30% | 563 | 5 | 2,31 | 4,94 | 1,87 | 2,58 | *0,0019**** | *0,0138*** |
| Dividendes par action | | | | | | | | | | | | |
| DPA | 565 | 0,80 | 0,70 | 1% | 265 | 300 | 0,65 | 0,94 | 0,62 | 0,74 | *0,0000**** | *0,0000**** |
| DPA | 565 | 0,80 | 0,70 | 3% | 435 | 130 | 0,77 | 0,91 | 0,69 | 0,73 | *0,0378*** | *0,0305*** |
| DPA | 565 | 0,80 | 0,70 | 6% | 518 | 47 | 0,78 | 1,04 | 0,70 | 0,69 | *0,0151*** | *0,0051**** |
| DPA | 565 | 0,80 | 0,70 | 15% | 547 | 18 | 0,79 | 1,02 | 0,70 | 0,71 | 0,1790 | 0,1158 |
| DPA | 565 | 0,80 | 0,70 | 20% | 551 | 14 | 0,79 | 1,16 | 0,70 | 0,63 | *0,0520** | *0,0262*** |
| DPA | 565 | 0,80 | 0,70 | 30% | 560 | 5 | 0,80 | 1,16 | 0,70 | 0,40 | 0,2554 | 0,1454 |
| Taux de distribution des bénéfices | | | | | | | | | | | | |
| Payout Ratio | 611 | 31,40 | 22,56 | 1% | 293 | 318 | 29,34 | 33,30 | 23,72 | 21,29 | *0,0309*** | *0,0081**** |
| Payout Ratio | 611 | 31,40 | 22,56 | 3% | 470 | 141 | 30,73 | 33,62 | 23,15 | 20,37 | 0,1538 | *0,0811** |
| Payout Ratio | 611 | 31,40 | 22,56 | 6% | 558 | 53 | 31,17 | 33,86 | 23,09 | 15,81 | 0,2626 | 0,2575 |
| Payout Ratio | 611 | 31,40 | 22,56 | 15% | 593 | 18 | 31,57 | 25,85 | 22,83 | 8,76 | *0,0186*** | 0,2629 |
| Payout Ratio | 611 | 31,40 | 22,56 | 20% | 597 | 14 | 31,48 | 27,88 | 22,79 | 6,43 | *0,0787** | 0,5153 |
| Payout Ratio | 611 | 31,40 | 22,56 | 30% | 606 | 5 | 31,42 | 28,97 | 22,65 | 3,67 | 0,2345 | 0,7858 |

### c) Actionnariat salarié et la croissance économique des entreprises françaises cotées

Les tableaux 25 à 28 présentent les résultats des analyses de l'effet de l'actionnariat salarié sur la croissance des entreprises, mesurée à travers les indicateurs de la variation du chiffre d'affaires et de la variation des effectifs.

Nous constatons ainsi que les entreprises ayant un taux d'actionnariat salarié variant entre 6 à 20% du capital ont une croissance de leur chiffre d'affaires supérieure de 2,5 à 3,5% comparativement aux autres entreprises (*p.c.* < 5%).

De la même façon, nous observons que les entreprises ayant atteint un taux d'actionnariat salarié de 6% du capital ont une croissance de leurs effectifs supérieure de plus de 2% par rapport aux entreprises sans actionnariat salarié ou bien avec un actionnariat salarié d'un niveau assez faible (*p.c.* < 5%).

**Tableau 24 : Croissance - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable AS%K <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variation du CA[97] | | | | | | | | | | | | |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 1% | 151 | 387 | 9,72 | 10,53 | 12,12 | 12,66 | 0,4996 | 0,4531 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 3% | 282 | 256 | 9,66 | 11,00 | 11,80 | 13,22 | 0,2150 | 0,1321 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 6% | 376 | 162 | 9,56 | 12,01 | 11,90 | 13,68 | *0,0485*** | *0,0360*** |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 15% | 410 | 128 | 9,48 | 12,94 | 11,97 | 13,80 | *0,0114*** | *0,0074**** |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 20% | 420 | 118 | 9,66 | 12,58 | 11,99 | 14,01 | *0,0406*** | *0,0349*** |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 30% | 443 | 95 | 9,97 | 11,84 | 12,02 | 14,51 | 0,2437 | 0,2835 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 50% | 485 | 53 | 10,26 | 10,69 | 12,38 | 13,70 | 0,8103 | 0,9796 |
| Variation des effectifs | | | | | | | | | | | | |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 1% | 157 | 400 | 4,84 | 5,90 | 8,08 | 9,37 | 0,1810 | 0,1960 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 3% | 296 | 261 | 4,96 | 6,34 | 8,56 | 9,51 | *0,0738** | 0,1847 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 6% | 387 | 170 | 4,97 | 7,05 | 8,70 | 9,62 | *0,0120*** | *0,0448*** |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 15% | 429 | 128 | 5,26 | 6,76 | 8,72 | 9,97 | 0,1264 | 0,2919 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 20% | 440 | 117 | 5,47 | 6,12 | 8,79 | 9,90 | 0,5135 | 0,9503 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 30% | 464 | 93 | 5,61 | 5,57 | 8,82 | 10,05 | 0,9686 | 0,4549 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 50% | 507 | 50 | 5,75 | 4,16 | 9,15 | 7,61 | 0,2361 | 0,2575 |

[97] Pas d'observations concernant l'année 2005 pour les variables « variations du CA » et « variation des effectifs ».

Par contre, les résultats de l'étude de la relation entre le pourcentage des salariés actionnaires et la croissance des entreprises ainsi qu'entre le taux de l'actionnariat des salariés non-dirigeants et la croissance des entreprises ne sont pas très solides car pas significatifs statistiquement (*cf.* tableaux 26 et 28).

**Tableau 25 : Croissance - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable PerSal <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variation du CA | | | | | | | | | | | | |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 25% | 131 | 407 | 12,08 | 9,73 | 14,40 | 11,79 | *0,0915** | 0,1273 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 50% | 290 | 248 | 10,68 | 9,85 | 12,85 | 12,09 | 0,4407 | 0,4760 |
| Variation des effectifs | | | | | | | | | | | | |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 25% | 134 | 423 | 6,66 | 5,27 | 9,38 | 8,90 | 0,1204 | 0,1497 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 50% | 293 | 264 | 5,78 | 5,41 | 9,17 | 8,88 | 0,6239 | 0,6830 |

Quant à la relation entre le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires dirigeants et la croissance de l'entreprise, nous remarquons un fort effet positif significatif de l'actionnariat des dirigeants sur la croissance de l'entreprise mesurée par la variation du chiffre d'affaires ou bien par la variation des effectifs.

Effectivement, le groupe des entreprises ayant ne serait-ce qu'un pourcent de leur capital détenu par leurs dirigeants a une croissance du chiffre d'affaires supérieure de 3% (avec une *p.c.* < 1%), ainsi qu'une croissance des effectifs supérieure de 2% (avec une *p.c.* < 1%) comparativement aux autres (*cf.* tableau 27 avec les résultats détaillés).

**Tableau 26: Croissance - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable ExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variation du CA | | | | | | | | | | | | |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 1% | 364 | 174 | 9,19 | 12,63 | 11,83 | 13,54 | *0,0044**** | *0,0023**** |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 3% | 400 | 138 | 9,45 | 12,77 | 11,85 | 13,97 | *0,0131*** | *0,0061**** |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 6% | 413 | 125 | 9,67 | 12,38 | 11,89 | 14,20 | *0,0547** | *0,0366*** |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 15% | 433 | 105 | 9,72 | 12,67 | 11,92 | 14,48 | *0,0554** | *0,0516** |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 20% | 439 | 99 | 9,82 | 12,41 | 11,89 | 14,79 | 0,1068 | 0,1340 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 30% | 455 | 83 | 10,03 | 11,80 | 11,96 | 15,13 | 0,3142 | 0,3945 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 50% | 491 | 47 | 10,30 | 10,25 | 12,34 | 14,28 | 0,9774 | 0,6649 |
| Variation des effectifs | | | | | | | | | | | | |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 1% | 374 | 183 | 4,59 | 7,67 | 8,56 | 9,64 | *0,0003**** | *0,0010**** |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 3% | 415 | 142 | 5,06 | 7,18 | 8,69 | 9,82 | *0,0235*** | *0,0552** |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 6% | 427 | 130 | 5,12 | 7,21 | 8,64 | 10,09 | *0,0341*** | *0,0807** |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 15% | 452 | 105 | 5,36 | 6,67 | 8,70 | 10,31 | 0,2304 | 0,5453 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 20% | 459 | 98 | 5,48 | 6,18 | 8,80 | 10,09 | 0,5277 | 0,9166 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 30% | 475 | 82 | 5,58 | 5,74 | 8,74 | 10,64 | 0,8953 | 0,4789 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 50% | 513 | 44 | 5,71 | 4,32 | 9,11 | 8,04 | 0,3282 | 0,3614 |

**Tableau 27 : Croissance – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable NonExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variation du CA | | | | | | | | | | | | |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 1% | 248 | 290 | 11,44 | 9,32 | 13,26 | 11,75 | *0,0522** | 0,1319 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 3% | 405 | 133 | 10,52 | 9,62 | 12,65 | 12,06 | 0,4718 | 0,6469 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 6% | 491 | 47 | 10,11 | 12,30 | 12,63 | 10,98 | 0,2513 | 0,1207 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 15% | 521 | 17 | 10,21 | 13,14 | 12,59 | 9,19 | 0,3417 | 0,1715 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 20% | 525 | 13 | 10,26 | 11,87 | 12,57 | 9,83 | 0,6476 | 0,5092 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 30% | 533 | 5 | 10,26 | 14,58 | 12,55 | 4,89 | 0,1197 | 0,1974 |
| Variation des effectifs | | | | | | | | | | | | |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 1% | 263 | 294 | 6,46 | 4,84 | 9,24 | 8,78 | *0,0338*** | 0,1270 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 3% | 426 | 131 | 5,75 | 5,14 | 9,12 | 8,75 | 0,5027 | 0,4327 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 6% | 509 | 48 | 5,47 | 7,03 | 9,13 | 7,91 | 0,2526 | 0,2013 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 15% | 541 | 16 | 5,63 | 4,87 | 9,06 | 8,31 | 0,7421 | 0,7117 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 20% | 544 | 13 | 5,65 | 3,63 | 9,05 | 8,19 | 0,4252 | 0,3586 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 30% | 552 | 5 | 5,62 | 4,13 | 9,07 | 2,45 | 0,2548 | 0,8868 |

### d) Actionnariat salarié et le risque des entreprises françaises cotées

Nous finissons nos analyses univariées avec l'étude de la relation entre l'actionnariat salarié d'une part et le risque des entreprises d'autre part. Les indicateurs de mesure du risque que nous avons utilisés sont le bêta, la volatilité et le taux d'endettement (dettes / capitaux propres) des entreprises (*cf.* tableaux 29 – 32).

Les entreprises avec actionnariat salarié apparaissent globalement plus risquées que les autres (*cf.* tableau 29), sachant toutefois que les conclusions sont à nuancer en ce qui concerne l'étude du bêta et du taux d'endettement, ayant des résultats moins tranchés que les résultats des tests de moyennes sur la volatilité.

**Tableau 28 : Risque - tests de moyennes en fonction du pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable AS%K <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bêta | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 1% | 236 | 576 | 0,99 | 1,06 | 0,36 | 0,38 | *0,0177*** | *0,0836** |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 3% | 437 | 375 | 1,03 | 1,05 | 0,37 | 0,39 | 0,3853 | 0,6600 |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 6% | 559 | 253 | 1,02 | 1,06 | 0,39 | 0,35 | 0,1527 | *0,0392*** |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 15% | 620 | 192 | 1,03 | 1,05 | 0,40 | 0,32 | 0,6622 | 0,2029 |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 20% | 638 | 174 | 1,04 | 1,04 | 0,40 | 0,31 | 0,9798 | 0,3908 |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 30% | 676 | 136 | 1,05 | 0,99 | 0,39 | 0,32 | *0,0937** | 0,4356 |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 50% | 743 | 69 | 1,05 | 0,93 | 0,38 | 0,35 | *0,0179*** | *0,0560** |
| Volatilité | | | | | | | | | | | | |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 1% | 244 | 588 | 5,89 | 6,33 | 3,19 | 3,74 | *0,0849** | 0,3042 |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 3% | 450 | 382 | 5,96 | 6,48 | 3,46 | 3,72 | *0,0349*** | *0,0291*** |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 6% | 578 | 254 | 5,90 | 6,88 | 3,51 | 3,68 | *0,0003**** | *0,0001**** |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 15% | 640 | 192 | 5,98 | 6,94 | 3,59 | 3,48 | *0,0011**** | *0,0001**** |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 20% | 658 | 174 | 6,02 | 6,87 | 3,61 | 3,41 | *0,0055**** | *0,0006**** |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 30% | 696 | 136 | 6,13 | 6,52 | 3,64 | 3,28 | 0,2483 | *0,0758** |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 50% | 763 | 69 | 6,14 | 6,81 | 3,55 | 3,90 | 0,1374 | 0,2151 |
| Dettes / capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| Dettes/CP | 755 | 71,95 | 59,98 | 1% | 214 | 541 | 64,75 | 74,79 | 63,10 | 58,51 | *0,0380*** | *0,0065**** |
| Dettes/CP | 755 | 71,95 | 59,98 | 3% | 411 | 344 | 73,11 | 70,55 | 60,38 | 59,55 | 0,5587 | 0,4479 |
| Dettes/CP | 755 | 71,95 | 59,98 | 6% | 527 | 228 | 73,76 | 67,76 | 59,87 | 60,16 | 0,2076 | *0,0710** |
| Dettes/CP | 755 | 71,95 | 59,98 | 15% | 578 | 177 | 73,42 | 67,12 | 59,88 | 60,23 | 0,2218 | *0,0795** |
| Dettes/CP | 755 | 71,95 | 59,98 | 20% | 596 | 159 | 72,81 | 68,70 | 59,51 | 61,78 | 0,4423 | 0,1762 |
| Dettes/CP | 755 | 71,95 | 59,98 | 30% | 630 | 125 | 71,88 | 72,27 | 58,50 | 67,18 | 0,9517 | 0,3796 |
| Dettes/CP | 755 | 71,95 | 59,98 | 50% | 692 | 63 | 71,42 | 77,72 | 59,21 | 68,07 | 0,4248 | 0,8156 |

Nous remarquons effectivement dans le cas du bêta que la tendance n'est pas aussi nette, des différences existant en fonction du niveau d'importance de l'actionnariat salarié au sein de la structure du capital de l'entreprise.

En effet, l'analyse attentive des résultats présentés dans le tableau 29 nous permet d'aboutir au constat suivant : si les entreprises faiblement investies dans la démarche d'actionnariat salarié (ayant un taux de détention du capital par les salariés actionnaires autour de 1%) ont un bêta légèrement supérieur aux entreprises sans actionnariat salarié (avec une *p.c.* < 5%), la tendance s'inverse quand on étudie le cas de figure des entreprises très fortement impliquées dans la démarche d'actionnariat salarié (avec un taux de détention par les actionnaires salariés supérieur à 30% du capital) qui ont un bêta légèrement inférieur aux autres entreprises (avec une *p.c.* < 10%).

Le même constat est fait en ce qui concerne le taux d'endettement des entreprises où un renversement de tendance est remarqué pareillement. Ces résultats semblent aller dans le sens des résultats des travaux de Hollandts et Zedri (2008) qui suggéraient la possibilité d'une relation curvilinéaire entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.

**Tableau 29 : Risque - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable PerSal <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bêta | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 25% | 147 | 462 | 1,03 | 1,04 | 0,36 | 0,39 | 0,8071 | 0,5493 |
| Bêta | 812 | 1,04 | 0,38 | 50% | 325 | 284 | 1,04 | 1,03 | 0,37 | 0,39 | 0,6513 | 0,2495 |
| Volatilité | | | | | | | | | | | | |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 25% | 157 | 467 | 6,41 | 6,12 | 3,80 | 3,52 | 0,3816 | 0,5577 |
| Volatilité | 832 | 6,20 | 3,59 | 50% | 336 | 288 | 6,26 | 6,13 | 3,46 | 3,74 | 0,6585 | 0,3660 |
| Dettes / capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| Dettes/CP | 752 | 72,23 | 59,93 | 25% | 144 | 425 | 69,83 | 71,43 | 62,75 | 59,01 | 0,7821 | 0,3189 |
| Dettes/CP | 752 | 72,23 | 59,93 | 50% | 312 | 257 | 71,21 | 70,80 | 59,09 | 61,04 | 0,9358 | 0,8603 |

Les résultats de l'étude de la relation entre le pourcentage des salariés actionnaires et le risque des entreprises ne sont pas solides car pas significatifs statistiquement (*cf.* tableau 30).

L'analyse des relations entre l'actionnariat des dirigeants et le risque de l'entreprise confirme le constat précédent en ce qui concerne la volatilité supérieure des entreprises dans lesquelles les dirigeants sont aussi actionnaires, les résultats étant très significatifs statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil d'erreur de 1% selon le test T de la loi de Student.

Par contre, les entreprises ayant des dirigeants actionnaires sont moins endettées comparativement aux autres, les résultats étant très significatifs statistiquement, avec une probabilité critique inférieure au seuil d'erreur de 1% selon le test T de la loi de Student.

**Tableau 30 : Risque - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable ExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bêta | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 1% | 397 | 212 | 1,05 | 1,00 | 0,41 | 0,33 | 0,1753 | 0,2717 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 3% | 445 | 164 | 1,05 | 1,01 | 0,39 | 0,34 | 0,3080 | 0,6595 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 6% | 458 | 151 | 1,04 | 1,02 | 0,39 | 0,35 | 0,6054 | 0,9314 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 15% | 485 | 124 | 1,03 | 1,05 | 0,39 | 0,32 | 0,7391 | 0,2525 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 20% | 493 | 116 | 1,03 | 1,04 | 0,39 | 0,32 | 0,7795 | 0,2692 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 30% | 512 | 97 | 1,04 | 1,00 | 0,39 | 0,31 | 0,2039 | 0,6405 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 50% | 558 | 51 | 1,04 | 0,99 | 0,39 | 0,31 | 0,2766 | 0,5340 |
| Volatilité | | | | | | | | | | | | |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 1% | 408 | 215 | 5,96 | 6,66 | 3,52 | 3,69 | *0,0206*** | *0,0132*** |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 3% | 456 | 167 | 5,99 | 6,79 | 3,49 | 3,79 | *0,0132*** | *0,0128*** |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 6% | 472 | 151 | 5,93 | 7,04 | 3,50 | 3,74 | *0,0009**** | *0,0004**** |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 15% | 499 | 124 | 5,99 | 7,07 | 3,60 | 3,43 | *0,0025**** | *0,0003**** |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 20% | 507 | 116 | 6,00 | 7,09 | 3,61 | 3,39 | *0,0032**** | *0,0004**** |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 30% | 526 | 97 | 6,13 | 6,61 | 3,64 | 3,29 | 0,2255 | *0,0778** |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 50% | 572 | 51 | 6,13 | 6,98 | 3,55 | 3,93 | 0,1061 | 0,1618 |
| Dettes / capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| Dettes/CP | 571 | 70,48 | 59,90 | 1% | 367 | 201 | 75,66 | 62,08 | 60,65 | 57,44 | *0,0096**** | *0,0011**** |
| Dettes/CP | 571 | 70,48 | 59,90 | 3% | 410 | 158 | 74,58 | 61,17 | 59,39 | 60,11 | *0,0165*** | *0,0007**** |
| Dettes/CP | 571 | 70,48 | 59,90 | 6% | 426 | 142 | 72,96 | 64,52 | 59,33 | 61,13 | 0,1458 | *0,0238*** |
| Dettes/CP | 571 | 70,48 | 59,90 | 15% | 453 | 115 | 71,47 | 68,43 | 58,83 | 63,87 | 0,6278 | 0,2366 |
| Dettes/CP | 571 | 70,48 | 59,90 | 20% | 461 | 107 | 71,05 | 70,02 | 58,52 | 65,50 | 0,8729 | 0,3459 |
| Dettes/CP | 571 | 70,48 | 59,90 | 30% | 480 | 88 | 70,65 | 71,98 | 57,74 | 70,57 | 0,8673 | 0,3477 |
| Dettes/CP | 571 | 70,48 | 59,90 | 50% | 523 | 45 | 70,58 | 73,96 | 59,27 | 66,77 | 0,7168 | 0,9374 |

L'analyse des résultats présentés dans le tableau 32 met en évidence le fait que les entreprises dans lesquelles le seuil d'actionnariat salarié non-dirigeants a atteint 20 à 30% du capital sont moins risquées que les autres. En effet, le bêta de ces entreprises et inférieur (*p.c.* < 1%), ainsi que la volatilité de leurs actions (*p.c.*<1%).

**Tableau 31 : Risque – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008)**

| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable NonExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bêta | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 1% | 288 | 321 | 0,99 | 1,07 | 0,35 | 0,40 | *0,0081**** | *0,0350*** |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 3% | 465 | 144 | 1,03 | 1,05 | 0,35 | 0,47 | 0,5837 | 0,9885 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 6% | 556 | 53 | 1,02 | 1,16 | 0,38 | 0,38 | *0,0125*** | *0,0053**** |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 15% | 591 | 18 | 1,04 | 1,05 | 0,38 | 0,35 | 0,8893 | 0,8008 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 20% | 595 | 14 | 1,04 | 0,93 | 0,38 | 0,28 | 0,2818 | 0,2978 |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 30% | 604 | 5 | 1,04 | 0,63 | 0,38 | 0,13 | *0,0013**** | *0,0101*** |
| Volatilité | | | | | | | | | | | | |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 1% | 298 | 325 | 6,18 | 6,22 | 3,61 | 3,57 | 0,8887 | 0,7339 |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 3% | 478 | 145 | 6,19 | 6,23 | 3,54 | 3,77 | 0,9228 | 0,9675 |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 6% | 570 | 53 | 6,17 | 6,53 | 3,61 | 3,40 | 0,4896 | 0,2969 |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 15% | 605 | 18 | 6,20 | 6,11 | 3,59 | 3,77 | 0,9130 | 0,8058 |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 20% | 609 | 14 | 6,24 | 4,57 | 3,62 | 1,16 | *0,0001**** | 0,1580 |
| Volatilité | 623 | 6,20 | 3,59 | 30% | 618 | 5 | 6,22 | 4,20 | 3,60 | 1,10 | *0,0121*** | 0,2380 |
| Dettes / capitaux propres | | | | | | | | | | | | |
| Dettes/CP | 568 | 70,85 | 59,84 | 1% | 270 | 298 | 63,64 | 77,39 | 62,33 | 56,81 | *0,0062**** | *0,0001**** |
| Dettes/CP | 568 | 70,85 | 59,84 | 3% | 440 | 128 | 69,28 | 76,26 | 59,24 | 61,79 | 0,2457 | 0,2131 |
| Dettes/CP | 568 | 70,85 | 59,84 | 6% | 526 | 42 | 69,88 | 83,04 | 60,16 | 54,96 | 0,1704 | *0,0544** |
| Dettes/CP | 568 | 70,85 | 59,84 | 15% | 553 | 15 | 70,36 | 89,03 | 60,06 | 49,47 | 0,2334 | *0,0883** |
| Dettes/CP | 568 | 70,85 | 59,84 | 20% | 557 | 11 | 70,53 | 87,26 | 59,99 | 51,09 | 0,3588 | 0,1953 |
| Dettes/CP | 568 | 70,85 | 59,84 | 30% | 563 | 5 | 70,38 | 123,71 | 59,79 | 42,01 | *0,0472*** | *0,0238*** |

Comme la littérature sur l'actionnariat salarié considère que le niveau « significatif » d'actionnariat salarié est atteint à partir du moment où au moins 3% du capital de l'entreprise est détenu par au moins 25% des salariés actionnaires (Zolezzi, 2004), nous avons analysé les indicateurs de performance et de risque en comparant le groupe des entreprises où ce niveau « significatif » d'actionnariat salarié est atteint avec les autres entreprises de notre échantillon.

L'analyse des résultats présentés dans le tableau 33 indique une meilleure rentabilité des capitaux propres ainsi qu'un meilleur taux de retour sur investissement pour les entreprises ayant atteint un niveau d'actionnariat salarié « significatif » tel que défini précédemment. Les résultats de ces tests statistiques sont significatifs au seuil d'erreur de 10%.

**Tableau 32 : Performance et risque des entreprises ayant atteint un niveau d'actionnariat salarié « significatif » (au moins 3% du capital détenu par au moins 25% des salariés actionnaires)**

| Tests de moyennes : croisement entre le pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires et le pourcentage de salariés qui sont actionnaires (2006-2008) | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable %K*%Sal <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
| Bêta | 609 | 1,04 | 0,38 | 3%K * 25% S | 372 | 237 | 1,04 | 1,03 | 0,36 | 0,41 | 0,5604 | 0,1953 |
| Volatilité | 624 | 6,20 | 3,59 | 3%K * 25% S | 385 | 239 | 6,17 | 6,25 | 3,60 | 3,58 | 0,7852 | 0,5695 |
| ROE | 563 | 13,44 | 8,30 | 3%K * 25% S | 339 | 224 | 13,01 | 14,09 | 8,46 | 8,02 | 0,1282 | *0,0532** |
| ROI | 570 | 9,57 | 5,73 | 3%K * 25% S | 346 | 224 | 9,21 | 10,13 | 5,75 | 5,67 | *0,0594** | *0,0465*** |
| PBR | 583 | 2,03 | 1,19 | 3%K * 25% S | 355 | 228 | 2,00 | 2,06 | 1,19 | 1,19 | 0,5478 | 0,4313 |
| BPA | 568 | 2,33 | 1,89 | 3%K * 25% S | 344 | 224 | 2,27 | 2,43 | 1,85 | 1,96 | 0,3088 | 0,4074 |
| DPA | 565 | 0,80 | 0,70 | 3%K * 25% S | 343 | 222 | 0,81 | 0,79 | 0,69 | 0,72 | 0,8316 | 0,6747 |
| VarCA | 538 | 10,30 | 12,50 | 3%K * 25% S | 327 | 211 | 10,03 | 10,72 | 12,41 | 12,66 | 0,5336 | 0,4258 |
| VarEFF | 557 | 5,60 | 9,03 | 3%K * 25% S | 340 | 217 | 5,13 | 6,34 | 8,87 | 9,25 | 0,1222 | 0,3481 |
| Prod | 540 | 215,49 | 131,78 | 3%K * 25% S | 340 | 200 | 215,98 | 214,67 | 137,99 | 120,81 | 0,9080 | 0,7297 |
| Payout Ratio | 612 | 31,35 | 22,57 | 3%K * 25% S | 378 | 234 | 30,96 | 31,98 | 23,55 | 20,94 | 0,5782 | 0,3394 |
| Dettes/CP | 569 | 71,02 | 59,92 | 3%K * 25% S | 355 | 214 | 72,22 | 69,04 | 59,72 | 60,35 | 0,5407 | 0,3989 |

## B. Analyses multivariées des effets de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises cotées

Comme nous l'avions indiqué dans la section précédente consacrée à la méthodologie et au recueil des données, deux principaux modèles de régression ont été utilisés dans notre recherche doctorale, un modèle pour la performance et un autre pour le risque financier, en nous inspirant de l'étude menée par D'Arcimoles et Trébucq en 2003, ceci afin de comparer les grandes entreprises françaises cotées avec ou sans actionnariat salarié.

Les modèles estimés sont les suivants :

*Performance = constante + variables de risque + variables économiques & financières + variables de contingence + variables d'actionnariat salarié*

*Risque = constante + variables de performance + variables économiques & financières + variables de contingence + variables d'actionnariat salarié*

Les variables de contrôles sont aussi celles utilisées par les auteurs cités (effectifs, chiffre d'affaires, intensité capitalistique, secteur d'activité).

Sachant que la réalité de la détermination de la performance et du risque financier est plus vaste que sa description faite par ces deux modèles, ceci explique le fait que ces modèles ne prétendent pas être des descriptions parfaites des déterminants du risque ou de la performance.

Toutefois, ils sont issus des recherches antérieures et ils paraissent adaptés à la nature des données disponibles et aux objectifs de recherche annoncés précédemment, en permettant de tester les relations d'association qui existent ou pas entre l'actionnariat salarié comme variable explicative et le risque ou la performance financière comme variables à expliquer.

Les données recueillies concernent l'ensemble des entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF250 sur la période 2005 – 2008. Malgré le recours de certains auteurs (Himmelberg & al. 1999) à l'économétrie des données de panel pour tenir compte de la dimension temporelle, d'autres (Zhou 2001) soulignent que les variables de gouvernance changent peu d'une année à l'autre, mais qu'il existe d'importantes différences entre les entreprises et préfèrent donc l'analyse en coupe transversale (André et Schiehll, 2004). C'est pourquoi nous avons d'abord effectué des régressions année par année (4 périodes, de 2005 à 2008), ainsi qu'une analyse de régression sur l'ensemble de la période, en utilisant la moyenne des indicateurs concernés. Tous les tableaux des résultats sont présentés en annexes.

### a) Actionnariat salarié et la performance des entreprises françaises cotées, 2005 – 2008

L'analyse des résultats des régressions présentés dans le tableau 34 vient confirmer les conclusions des analyses univariées exposées précédemment.

L'actionnariat salarié a un impact positif sur la rentabilité des capitaux propres des entreprises. L'impact est toutefois assez faible, mais néanmoins très significatif du point de vue statistique, la probabilité critique étant inférieure au seuil d'erreur de 1% selon la loi de Student, avec un R2 = 0,48.

De même, l'actionnariat salarié a un effet positif sur le taux de retour sur investissement des entreprises françaises cotées en Bourse sur la période d'étude de 2005 à 2008. A nouveau, l'effet reste assez faible, mais les résultats des tests statistiques sont significatifs au seuil d'erreur de 5%, avec un R2 = 0,64.

Nous remarquons aussi un très faible effet positif de l'actionnariat salarié sur le rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres (*p.c.* < 1%, R2 = 0,31).

L'actionnariat salarié a un effet négatif sur les bénéfices par action (*p.c.* < 5%, R2 = 0,34) et sur les dividendes par action (*p.c.* < 5%, R2 = 0,41).

## Tableau 33 : Résultats des régressions « actionnariat salarié » et performance, 2005 - 2008

| Variables/2005-2008 | Mod.1 ROE | | Mod.2 ROE | | Mod.3 ROI | | Mod.4 ROI | | Mod.5 MVPE | | Mod.6 MVPE | | Mod.7 BPA | | Mod.8 DPA | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T |
| Constante | -2,4512 | 0,7021 | -2,5234 | 0,6945 | -1,6141 | 0,6544 | -1,7335 | 0,6312 | 0,0133 | 0,9068 | 0,1441 | 0,0000 | -2,7107 | 0,0961 | -2,2506 | 0,0008 |
| Bêta | -4,2708 | 0,0068 | -4,3297 | 0,0067 | -0,7977 | 0,3663 | -0,8984 | 0,3143 | 0,0168 | 0,5508 | | | -1,2705 | 0,0139 | -0,3217 | 0,0625 |
| Volatilité | 0,1930 | 0,2203 | 0,1946 | 0,2176 | 0,0131 | 0,8821 | 0,0160 | 0,8570 | -0,0046 | 0,1012 | -0,0028 | 0,1693 | -0,0734 | 0,1289 | -0,0173 | 0,2905 |
| Total Debt / Total Capital | 0,1375 | 0,0178 | 0,1372 | 0,0183 | 0,0060 | 0,8530 | 0,0055 | 0,8666 | -0,0011 | 0,2979 | -0,0021 | 0,0465 | 0,0461 | 0,0103 | 0,0161 | 0,0086 |
| VarCA | 0,0821 | 0,0193 | 0,0829 | 0,0188 | 0,0173 | 0,3792 | 0,0189 | 0,3397 | 0,0014 | 0,0205 | 0,0015 | 0,0145 | | | -0,0037 | 0,2641 |
| VarEFF | 0,0414 | 0,3939 | 0,0408 | 0,4022 | 0,0533 | 0,0518 | 0,0522 | 0,0572 | 0,0013 | 0,1394 | 0,0011 | 0,1942 | 0,0102 | 0,4411 | | |
| Actifs par employé | -0,0235 | 0,0000 | -0,0235 | 0,0000 | -0,0200 | 0,0000 | -0,0200 | 0,0000 | -0,0002 | 0,0036 | -0,0001 | 0,0089 | -0,0012 | 0,1408 | | |
| Prod | 0,0373 | 0,0000 | 0,0374 | 0,0000 | 0,0252 | 0,0000 | 0,0254 | 0,0000 | 0,0001 | 0,6936 | | | | | -0,0005 | 0,4859 |
| Marge nette | 1,1960 | 0,0000 | 1,1926 | 0,0000 | 0,8575 | 0,0000 | 0,8529 | 0,0000 | 0,0093 | 0,0000 | 0,0095 | 0,0000 | 0,0405 | 0,2007 | 0,0066 | 0,4805 |
| Total Debt / Common Equity | -0,0047 | 0,7966 | -0,0044 | 0,8100 | -0,0047 | 0,6464 | -0,0041 | 0,6907 | 0,0006 | 0,0477 | 0,0009 | 0,0080 | -0,0153 | 0,0083 | -0,0054 | 0,0061 |
| Industries | 1,0386 | 0,3492 | 1,0972 | 0,3335 | -0,1585 | 0,8004 | -0,0653 | 0,9185 | -0,0314 | 0,1193 | -0,0309 | 0,1051 | -0,0146 | 0,9663 | 0,0559 | 0,6340 |
| Matériaux de base | -1,3115 | 0,4564 | -1,3034 | 0,4600 | -2,0280 | 0,0413 | -2,0162 | 0,0426 | -0,0304 | 0,3305 | -0,0104 | 0,7270 | -0,1223 | 0,8139 | 0,2261 | 0,2066 |
| Pétrole et gaz | 1,9649 | 0,4525 | 1,9917 | 0,4475 | 1,8870 | 0,2000 | 1,9355 | 0,1894 | -0,0167 | 0,7189 | -0,0125 | 0,7845 | -0,8654 | 0,2641 | -0,2781 | 0,2933 |
| Santé | -1,2001 | 0,3678 | -1,1890 | 0,3733 | 0,5439 | 0,4684 | 0,5589 | 0,4567 | 0,0083 | 0,7244 | -0,0106 | 0,6572 | -1,2687 | 0,0018 | -0,2588 | 0,0630 |
| Services aux collectivités | 7,1837 | 0,0124 | 7,1291 | 0,0135 | 4,9612 | 0,0022 | 4,8681 | 0,0028 | 0,0998 | 0,0505 | 0,0895 | 0,0670 | -0,7107 | 0,4096 | -0,3489 | 0,2288 |
| Services aux consommateurs | -0,0205 | 0,9848 | -0,0299 | 0,9779 | 0,0759 | 0,9004 | 0,0608 | 0,9203 | -0,0319 | 0,0966 | -0,0334 | 0,0776 | -1,1209 | 0,0010 | -0,3019 | 0,0076 |
| Sociétés financières | 1,6712 | 0,4718 | 1,6865 | 0,4687 | 0,7465 | 0,5905 | 0,7736 | 0,5775 | -0,0315 | 0,4445 | -0,0333 | 0,4108 | -1,3465 | 0,0528 | -0,1211 | 0,6016 |
| Technologie | -0,8197 | 0,5234 | -0,7885 | 0,5418 | 0,5179 | 0,4739 | 0,5701 | 0,4327 | -0,0295 | 0,1981 | -0,0375 | 0,0826 | -0,8176 | 0,0379 | -0,3075 | 0,0190 |
| Télécommunications | -0,2744 | 0,9375 | -0,3634 | 0,9179 | -1,4873 | 0,4505 | -1,6464 | 0,4063 | -0,0879 | 0,1602 | -0,0967 | 0,1130 | -2,9055 | 0,0061 | -0,5125 | 0,1515 |
| LogCA | -0,6978 | 0,6028 | -0,7049 | 0,5998 | 0,7062 | 0,3497 | 0,6918 | 0,3601 | 0,0235 | 0,3239 | | | 1,0288 | 0,0001 | 0,4033 | 0,0050 |
| LogEFF | 1,3367 | 0,3239 | 1,3589 | 0,3177 | -0,4785 | 0,5302 | -0,4392 | 0,5656 | -0,0222 | 0,3573 | | | -0,7787 | 0,0038 | -0,2273 | 0,1162 |
| AS%K | 0,0504 | 0,0067*** | | | 0,0249 | 0,0174** | | | | | 0,0006 | 0,0789* | | | | |
| AS%Sal | 0,0083 | 0,5932 | 0,0091 | 0,5671 | 0,0058 | 0,5039 | 0,0072 | 0,4180 | 0,0008 | 0,0031*** | 0,0010 | 0,0009*** | -0,0103 | 0,0464** | -0,0045 | 0,0101** |
| ExecAS%K | | | 0,0514 | 0,0069*** | | | 0,0266 | 0,0129** | 0,0007 | 0,0433** | | | | | | |
| NonExecAS%K | | | 0,0351 | 0,5719 | | | -0,0018 | 0,9597 | -0,0009 | 0,3983 | -0,0019 | 0,1109 | 0,0227 | 0,2470 | -0,0037 | 0,5797 |
| StockOptions | | | | | | | | | | | | | -0,1486 | 0,6646 | 0,0902 | 0,4353 |
| AgeAS | | | | | | | | | | | 0,0010 | 0,1313 | 0,0080 | 0,5140 | 0,0047 | 0,2539 |
| PC de F | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | |
| R^2 | 0,4803 | | 0,4805 | | 0,6392 | | 0,6401 | | 0,2877 | | 0,3110 | | 0,3419 | | 0,4134 | |
| R^2 (ajusté) | 0,4392 | | 0,4373 | | 0,6105 | | 0,6100 | | 0,2286 | | 0,2588 | | 0,2864 | | 0,3638 | |
| N | 301 | | 301 | | 299 | | 299 | | 301 | | 285 | | 284 | | 283 | |

### b) Actionnariat salarié et le risque des entreprises françaises cotées, 2005 – 2008

Quant aux analyses de régressions multiples pour étudier les liens entre l'actionnariat salarié et le risque des entreprises françaises cotées, les résultats présentés dans le tableau 35 confirment à nouveau les premiers résultats des analyses univariées présentés précédemment.

**Tableau 34 : Résultats des régressions « actionnariat salarié » et risque des entreprises, 2005 - 2008**

| Variables/2005-2008 | Mod.1 Bêta | | Mod.2 Bêta | | Mod.3 Bêta | | Mod.4 Volatilité | | Mod.5 Volatilité | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T |
| Constante | 0,0045 | 0,9953 | 0,5573 | 0,4578 | 0,3601 | 0,3449 | 4,3330 | 0,5805 | 8,1248 | 0,2869 |
| ROE | -0,0502 | 0,0003 | -0,0433 | 0,0024 | | | -0,2986 | 0,0328 | -0,2663 | 0,0627 |
| ROI | 0,0641 | 0,0041 | 0,0554 | 0,0162 | | | 0,4099 | 0,0699 | 0,3618 | 0,1178 |
| MVPE | -0,0866 | 0,8276 | -0,3305 | 0,4089 | -0,1235 | 0,7165 | -4,7479 | 0,2502 | -6,3314 | 0,1246 |
| Bénéfices par action | -0,0288 | 0,2924 | -0,0290 | 0,3045 | -0,0367 | 0,0393 | -0,4143 | 0,1443 | -0,4290 | 0,1394 |
| Dividendes par action | 0,0242 | 0,7548 | 0,0419 | 0,5977 | | | 0,0755 | 0,9249 | 0,2058 | 0,7997 |
| Total Debt / Total Capital | 0,0199 | 0,0015 | 0,0163 | 0,0095 | 0,0109 | 0,0665 | 0,1342 | 0,0307 | 0,1151 | 0,0666 |
| VarCA | 0,0019 | 0,6261 | 0,0017 | 0,6635 | | | -0,0273 | 0,4440 | -0,0267 | 0,4643 |
| VarEFF | -0,0066 | 0,1664 | -0,0068 | 0,1674 | | | 0,0038 | 0,9370 | 0,0037 | 0,9395 |
| Actifs par employé | 0,0000 | 0,9828 | -0,0002 | 0,5707 | 0,0003 | 0,1002 | -0,0033 | 0,3602 | -0,0050 | 0,1603 |
| Prod | 0,0007 | 0,4660 | 0,0014 | 0,1577 | | | 0,0115 | 0,2565 | 0,0169 | 0,0838 |
| Marge nette | -0,0126 | 0,3841 | -0,0059 | 0,6843 | -0,0310 | 0,0064 | -0,0372 | 0,8028 | 0,0242 | 0,8688 |
| Total Debt / Common Equity | -0,0041 | 0,0334 | -0,0025 | 0,1808 | -0,0042 | 0,0330 | -0,0202 | 0,2874 | -0,0105 | 0,5756 |
| Industries | 0,2290 | 0,0130 | 0,2047 | 0,0307 | 0,1514 | 0,1089 | -1,5888 | 0,0928 | -1,8712 | 0,0507 |
| Matériaux de base | 0,2848 | 0,0765 | 0,2049 | 0,2045 | 0,1441 | 0,3474 | 0,0266 | 0,9871 | -0,5326 | 0,7460 |
| Pétrole et gaz | 0,2180 | 0,4671 | 0,1918 | 0,5339 | 0,0127 | 0,9650 | 3,7118 | 0,2292 | 3,4826 | 0,2667 |
| Santé | -0,0631 | 0,6130 | -0,1271 | 0,3088 | -0,1221 | 0,3051 | -1,7668 | 0,1703 | -2,2562 | 0,0779 |
| Services aux collectivités | 0,4048 | 0,0537 | 0,2823 | 0,1778 | 0,3286 | 0,1068 | 0,4869 | 0,8187 | -0,2861 | 0,8927 |
| Services aux consommateurs | 0,0746 | 0,4758 | -0,0065 | 0,9493 | -0,0899 | 0,3471 | -1,2188 | 0,2571 | -1,7638 | 0,0931 |
| Sociétés financières | 0,2646 | 0,2721 | 0,3112 | 0,2079 | -0,1204 | 0,5845 | 0,2603 | 0,9164 | 0,6274 | 0,8029 |
| Technologie | 0,4464 | 0,0003 | 0,3646 | 0,0021 | 0,3001 | 0,0083 | 2,7262 | 0,0271 | 2,1187 | 0,0742 |
| Télécommunications | -0,3451 | 0,2936 | -0,6463 | 0,0428 | -0,5029 | 0,1162 | -3,2552 | 0,3371 | -5,3220 | 0,1016 |
| logCA | 0,0121 | 0,9394 | -0,1113 | 0,4671 | 0,0452 | 0,0706 | 0,5545 | 0,7352 | -0,3666 | 0,8146 |
| logEFF | 0,0488 | 0,7526 | 0,1654 | 0,2719 | | | -0,6075 | 0,7047 | 0,2741 | 0,8583 |
| AS%K | | | | | -3,0166 | 0,2321 | 0,0396 | 0,0288** | | |
| AS%Sal | -0,0038 | 0,0083*** | | | -0,0029 | 0,0489** | -0,0255 | 0,0771* | | |
| ExecAS%K | 0,0009 | 0,5900 | 0,0012 | 0,5206 | 3,0176 | 0,2319 | | | 0,0442 | 0,0192** |
| NonExecAS%K | | | -0,0094 | 0,0876* | 3,0054 | 0,2339 | | | -0,0004 | 0,9945 |
| StockOptions | | | | | 0,2126 | 0,0493** | | | | |
| AgeAS | | | | | 0,0026 | 0,4889 | | | | |
| PC de F | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | | 0,0000 | |
| R^2 | 0,5805 | | 0,5560 | | 0,5406 | | 0,5602 | | 0,5448 | |
| R^2 (ajusté) | 0,4348 | | 0,4018 | | 0,3982 | | 0,4095 | | 0,3889 | |
| N | 98 | | 98 | | 94 | | 99 | | 99 | |

L'actionnariat salarié (mesuré *via* le pourcentage des salariés actionnaires ou bien le pourcentage d'actionnariat non-dirigeant) diminue le bêta, indicateurs de risque des entreprises cotées, ce résultat statistique étant très significatif, avec une probabilité d'erreur inférieure à 1%, R2 = 0,58.

Par ailleurs, l'actionnariat des dirigeants augmente la volatilité des entreprises (*p.c.* < 5%, R2 = 0,54). Un autre résultat important à souligner, c'est le fait que la distribution des stock-options augmente très fortement le bêta donc le risque des entreprises françaises (ce résultat étant statistiquement significatif au seuil d'erreur de 5%, avec un R2 = 0,54).

### c) Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises (2006-2008)

Afin d'approfondir notre étude de la relation entre l'actionnariat salarié et la performance et le risque des entreprises françaises cotées, nous avons réalisé sur le logiciel R une analyse discriminante descriptive avec l'objectif de savoir s'il était possible de séparer plusieurs groupes préexistants au sein de notre échantillon.

L'analyse discriminante est une technique statistique qui vise à décrire, expliquer et prédire l'appartenance à des groupes prédéfinis d'un ensemble d'observations à partir d'une série de variables prédictives.

Lors de l'analyse discriminante, chaque observation de la base de données est affectée à un groupe. L'objectif est de savoir si ces groupes sont bien séparés (au sens des variables dont dispose le chercheur) et quels sont les critères les plus discriminants.

L'*analyse discriminante descriptive* (connue aussi sous le nom *d'analyse factorielle discriminante*) consiste à projeter les données sur les plans définis par les paires de facteurs discriminants afin de définir des groupes séparés[98].

L'objectif de cette technique statistique est de proposer un nouveau système de représentation qui puisse permettre de différencier le plus possible les groupes d'individus statistiques. L'analyse discriminante tente de déterminer la contribution des variables qui expliquent l'appartenance des individus à des groupes. On compare plusieurs groupes, sur

[98] En ce sens, elle se rapproche de l'analyse factorielle car elle permet de proposer une représentation graphique dans un espace réduit, plus particulièrement de l'analyse en composantes principales calculée sur les centres de gravité conditionnels des nuages de points avec une métrique particulière. On parle également d'analyse canonique discriminante, notamment dans les logiciels anglo-saxons.

plusieurs variables pour déterminer s'ils différent et pour comprendre la nature de ces différences. L'analyse discriminante linéaire pas à pas (*stepwise*) détermine quelles sont les variables nécessaires et suffisantes pour affecter les individus aux bons groupes.

Le tableau 36 présente les résultats de l'analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises française. Quatre groupes d'entreprises ont été identifiés. L'ANOVA (l'analyse de variance développée par Fischer) permet de tester la signification de différences entre les moyennes calculées pour ces différentes catégories, autrement dit de tester une hypothèse nulle (H0) selon laquelle les moyennes sont égales. Les résultats de l'ANOVA indiquent que ces quatre groupes d'entreprises sont distincts.

**Tableau 35 : Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises (2006-2008)**

| Variables | Groupe 1 | Groupe 2 | Groupe 3 | Groupe 4 | ANOVA |
|---|---|---|---|---|---|
| Rentabilité des capitaux propres | 14,40 | 15,77 | 6,57 | 11,72 | *0,0000**** |
| Taux de retour sur investissement | 10,96 | 11,37 | 5,06 | 9,39 | *0,0000**** |
| Capitalisation boursière sur les capitaux propres | 2,46 | 2,27 | 1,70 | 2,34 | *0,0000**** |
| Bénéfices par actions | 2,63 | 2,55 | 2,00 | 2,39 | *0,0125*** |
| Bêta | 0,95 | 0,98 | 1,04 | 0,96 | 0,1670 |
| Volatilité | 7,50 | 7,55 | 8,20 | 8,53 | *0,0329*** |
| Pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés | 3,84 | 7,75 | 8,01 | 58,94 | *0,0000**** |
| Pourcentage des salariés actionnaires | 31,72 | 44,40 | 41,31 | 37,41 | *0,0057**** |
| Pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés dirigeants | 3,12 | 5,51 | 3,28 | 57,99 | *0,0000**** |
| Pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés non-dirigeants | 1,42 | 2,13 | 5,38 | 1,00 | *0,0000**** |
| N | 67 | 329 | 156 | 56 | |

L'analyse attentive des résultats de l'analyse discriminante nous permet de mettre en évidence le fait que les différences sont vraisemblablement liées (au moins en partie) à la

façon dont l'actionnariat salarié est réparti en « actionnariat des salariés non-dirigeants » et « actionnariat des salariés dirigeants » au sein de l'entreprise.

Nous sommes confrontés ici à nouveau à la diversité des formes que peut prendre le mécanisme de l'actionnariat salarié. Les résultats de l'analyse discriminante montrent que les groupes 3 et 4 se distinguent visiblement assez fortement des deux autres groupes d'entreprises, autant par les caractéristiques de leur actionnariat salarié que par les niveaux de performance et de risque financier qui les caractérisent.

Le groupe 4 est caractérisé par un très fort niveau d'actionnariat salarié des dirigeants, associé à un niveau très faible d'actionnariat des salariés non-dirigeants. La performance de ce groupe est inférieure à la performance des groupes 1 et 2, qu'il s'agisse des variables telles que la rentabilité des capitaux propres, le taux de retour sur investissement ou le niveau des bénéfices par action. Ce groupe d'entreprises est par ailleurs caractérisé par un niveau de risque supérieur aux autres entreprises.

Par ailleurs, le groupe 3 réunit des entreprises avec un profil assez surprenant : les caractéristiques de l'actionnariat salarié ne sont pas très différentes dans ce groupe (comparativement au groupe 1 ou au groupe 2), toutefois ce groupe d'entreprise est caractérisé par un niveau de performance extrêmement faible par rapport aux autres groupes, et un niveau de risque supérieur aux groupes 1 et 2.

Les groupes 1 et 2 ont des profils « actionnariat salarié » assez différents (quelque soit l'indicateur de mesure de l'actionnariat salarié qu'on utiliserait pour les comparer), mais restent toutefois assez proches en termes de performance économique et financière qui est supérieure aux deux autres groupes mentionnés auparavant, ainsi qu'en termes de niveau de risque financier qui est inférieur aux autres groupes.

Nous pouvons ainsi conclure que les entreprises françaises cotées sont caractérisées par différents profils d'actionnariat salarié, en fonction notamment de la configuration « actionnariat des dirigeants » et « actionnariat des salariés non-dirigeants » de l'entreprise, ce qui influence la performance et le risque financier des entreprises ayant mis en place un mécanisme d'actionnariat salarié.

## SYNTHESE 5

Ce chapitre est consacré à l'analyse statistique des données provenant des bases des données financières DATASTREAM et WORLDSCOPE et de la base de données spécifique à l'actionnariat salarié fournie par la FEAS.

Nous avons étudié et comparé la performance et le risque des entreprises ayant mis en place l'actionnariat salarié et celles qui ne sont pas investies dans la démarche en utilisant plusieurs catégories d'indicateurs.

L'actionnariat salarié a un impact positif sur la rentabilité des capitaux propres des entreprises et sur le taux de retour sur investissement des entreprises françaises cotées en Bourse sur la période d'étude de 2005 à 2008.

En effet, les entreprises avec actionnariat salarié ont une rentabilité des capitaux propres supérieure de 2 à 3,5% en moyenne, et ce dès le seuil de 1% du capital détenu par les salariés actionnaires. De même en ce qui concerne le taux de retour sur investissement, les entreprises avec actionnariat salarié surperforment les autres de 1 à 2% en moyenne, ce gain de ROI étant observable dès le seuil de 1% d'actionnariat salarié. Les résultats des tests statistiques sont très significatifs.

Nous remarquons aussi un effet positif faible, mais significatif, de l'actionnariat salarié sur le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable.

Nous constatons également que les entreprises ayant un taux d'actionnariat salarié variant entre 6 à 20% du capital ont une croissance de leur chiffre d'affaires supérieure de 2,5 à 3,5% comparativement aux autres entreprises.

De la même façon, nous observons que les entreprises ayant atteint un taux d'actionnariat salarié de 6% du capital ont une croissance de leurs effectifs supérieure de plus de 2% par rapport aux entreprises sans actionnariat salarié ou bien avec un actionnariat salarié d'un niveau assez faible.

L'actionnariat salarié a un effet négatif sur les bénéfices par action et sur les dividendes par action. Nous constatons de même que les entreprises avec actionnariat salarié ont un taux de distribution des bénéfices inférieur aux autres, ces résultats étant à nouveau très significatifs statistiquement.

L'actionnariat salarié (mesuré *via* le pourcentage des salariés actionnaires ou bien le pourcentage d'actionnariat non-dirigeant) diminue le risque des entreprises, ce résultat statistique étant très significatif.

En ce qui concerne l'actionnariat des dirigeants, nous avons constaté que la détention des actions de l'entreprise par ses cadres dirigeants est associée à un taux des bénéfices par action inférieur ainsi qu'à un taux de distribution des bénéfices inférieur et un *price-to-book ratio* supérieur aux autres entreprises.

Nous constatons finalement que les entreprises dans lesquelles les cadres dirigeants sont actionnaires ont une meilleure rentabilité des capitaux propres (les gains étant supérieurs de 1 à 4 %) et un meilleur taux de retour sur investissement (les gains obtenus variant entre 1,5 et 2,6%), et ce - quelque soit le pourcentage du capital détenu par les dirigeants de l'entreprise. Les résultats statistiques sont hautement significatifs.

Quant à la croissance de l'entreprise, nous remarquons un fort effet positif significatif de l'actionnariat des dirigeants sur la croissance de l'entreprise mesurée par la variation du chiffre d'affaires ou bien par la variation des effectifs. Effectivement, le groupe des entreprises ayant ne serait-ce qu'un pourcent de leur capital détenu par leurs dirigeants a une croissance du chiffre d'affaires supérieure de 3%, ainsi qu'une croissance des effectifs supérieure de 2%. Par ailleurs, l'actionnariat des dirigeants augmente le risque (mesuré par la volatilité des actions) des entreprises.

Quant à la présence des stock-options, les résultats de nos analyses de régression multiple démontrent que la distribution des stock-options augmente très fortement le bêta (donc le risque) des entreprises françaises.

L'analyse discriminante descriptive nous permet de conclure que les entreprises françaises cotées sont caractérisées par différents profils d'actionnariat salarié, en fonction notamment de la combinaison de l'« actionnariat des dirigeants » et de l'« actionnariat des salariés non-dirigeants » au sein de la structure du capital de l'entreprise, ce qui influence la performance et le risque financier des entreprises ayant mis en place un mécanisme d'actionnariat salarié.

Ces résultats confirment et nuancent les premiers résultats obtenus dans ce champ de recherche par l'étude de D'Arcimoles et Trébucq (2003) en France. Basé sur ces résultats, l'actionnariat salarié semble être globalement bénéfique pour les entreprises ayant choisi de faire entrer les salariés actionnaires dans leur structure du capital.

# CHAPITRE 6. ANALYSES STATISTIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LE RISQUE FINANCIER ET SUR LE RENDEMENT BOURSIER DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTÉES (2005-2011)

Dans ce chapitre nous allons présenter la méthodologie détaillée ainsi que les résultats de notre deuxième étude statistique ayant pour objectif d'analyser la relation entre l'actionnariat salarié et le rendement boursier ainsi que le risque des entreprises françaises cotées. Nous avons mené plusieurs analyses quantitatives sur les entreprises appartenant à l'indice SBF 250, la période de cette étude allant de 2005 à 2011. Nous avons souhaité tenir compte dans cette étude des incidences de la crise économique et financière survenue en septembre 2008, en distinguant lors de nos analyses la période avant la crise de septembre 2008 de la période d'après crise.

## METHODOLOGIE ET RECUEIL DES DONNEES

Afin d'approfondir nos analyses du lien entre l'actionnariat salarié et la performance des entreprises françaises cotées, nous avons procédé à une deuxième étude statistique focalisée sur la performance boursière des entreprises du SBF250. Les données recueillies couvrent la période allant de 2005 à 2011.

### A. Origine et traitement des données

La base de données utilisée pour cette deuxième étude empirique a été créée en croisant plusieurs sources de données statistiques.

Pour commencer, nous avions extraits les cours boursiers hebdomadaires des entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250 dans la base de données financières

FININFO. La période de notre étude commence le 1ier janvier 2005 et finit le 30 avril 2011. Afin de tenir compte de l'incidence de la crise économique et financière survenue avec l'annonce de la chute de la banque Lehman Brothers aux Etats-Unis le 15 septembre 2008, nous avons distingué ensuite deux autres périodes dans nos analyses : une période « avant la crise » allant du 1ier janvier 2005 jusqu'au 14 septembre 2008, puis une période « après la crise » allant du 15 septembre 2008 jusqu'au 30 avril 2011. L'étude finale porte ainsi sur trois périodes temporelles : une période complète, une période « avant crise » et une période « après crise ».

Notre échantillon comporte 230 entreprises appartenant à l'indice SBF 250 pour lesquelles nous avons extrait la valeur de clôture ajustée[99] des cours hebdomadaires de leurs actions.

Après le calcul du rendement hebdomadaire des actions de toutes ces entreprises, du rendement moyen et du bêta (mesure de risque) pour chacune des périodes de l'étude, nous avons croisé ces données avec les données concernant la présence d'actionnariat salarié dans les entreprises françaises cotées issues de la base de données fournie par la FEAS.

## B. Les instruments d'analyse statistiques et leur modalités d'utilisation

Nous avons d'abord réalisé des tests de moyennes pour identifier les effets de l'actionnariat salarié sur le risque et le rendement boursier des entreprises, en distinguant à chaque fois la période complète de notre étude, de la période avant et après la crise de septembre 2008.

Ensuite nous avons utilisé les modèles de régression linéaire multivariée. A nouveau, deux principaux modèles de régression ont été utilisés : un modèle pour la performance et un autre pour le risque financier.

[99] Afin de tenir compte des opérations de versement de dividendes et des divisions de nominal éventuelles.

Les modèles estimés sont les suivants :

*Performance = constante + variables de risque + variables d'actionnariat salarié + variables de contrôle*

*Risque = constante + variables de performance + variables d'actionnariat salarié + variables de contrôle*

Le risque a été mesuré par le bêta sur la période complète, le bêta sur la période avant la crise et le bêta sur la période après la crise.

La performance financière a été mesurée par le rendement des actions sur la période complète, le rendement des actions sur la période avant crise et le rendement des actions sur la période après crise.

L'actionnariat salarié a été mesuré à l'aide de plusieurs variables telles que le pourcentage du capital détenu par l'ensemble des actionnaires salariés, le pourcentage des salariés qui sont actionnaires, le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés non-dirigeants de l'entreprise, le pourcentage du capital détenu par les cadres dirigeants de l'entreprise sous la forme d'actionnariat salarié, l'ancienneté de l'actionnariat salarié, la présence des stock-options.

Le secteur d'activité a été utilisé comme variable de contrôle.

# ANALYSE DES RESULTATS

Nous allons présenter maintenant les résultats des analyses statistiques des effets de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque boursier des entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250 sur lé période allant de janvier 2005 à avril 2011.

## A. Analyses univariées des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées

L'ensemble des tableaux des résultats sont exposés dans les annexes.

### a) Les effets de l'actionnariat salarié sur le risque des entreprises françaises cotées

L'analyse des résultats présentés dans le tableau 37 aboutit au constat suivant : sur les trois périodes étudiées, dès que le seuil de détention du capital par les salariés actionnaires atteint les 15% du capital, les entreprises avec actionnariat salarié ont un bêta inférieur aux autres.

**Tableau 36 : Les effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises cotées**

| Tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2011) | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable EO%K <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
| Bêta période complète (janv 2005 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 1% | 66 | 164 | 0,31 | 0,61 | 1,54 | 0,41 | 0,1273 | *0,0795** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 3% | 120 | 110 | 0,49 | 0,56 | 1,19 | 0,41 | 0,5684 | 0,3725 |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 6% | 158 | 72 | 0,51 | 0,55 | 1,05 | 0,42 | 0,7303 | 0,3723 |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 15% | 173 | 57 | 0,54 | 0,48 | 1,02 | 0,34 | 0,5397 | *0,0723** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 20% | 177 | 53 | 0,54 | 0,47 | 1,01 | 0,34 | 0,4544 | *0,0534** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 30% | 187 | 43 | 0,54 | 0,44 | 0,99 | 0,32 | 0,2544 | *0,0253*** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 50% | 209 | 21 | 0,54 | 0,42 | 0,94 | 0,31 | 0,2144 | *0,0608** |
| Bêta1 période avant la crise (janv 2005 - 14 sept 2008) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 1% | 66 | 162 | 0,49 | 0,62 | 0,47 | 0,48 | *0,0783** | *0,0136*** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 3% | 118 | 110 | 0,59 | 0,57 | 0,46 | 0,50 | 0,6881 | 0,8180 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 6% | 156 | 72 | 0,59 | 0,57 | 0,48 | 0,48 | 0,8609 | 0,7419 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 15% | 171 | 57 | 0,61 | 0,50 | 0,49 | 0,44 | 0,1561 | 0,1447 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 20% | 175 | 53 | 0,61 | 0,48 | 0,49 | 0,44 | *0,0858** | *0,0727** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 30% | 185 | 43 | 0,61 | 0,46 | 0,49 | 0,41 | *0,0687** | *0,0546** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 50% | 207 | 21 | 0,60 | 0,41 | 0,49 | 0,38 | *0,0848** | *0,0637** |
| Bêta2 période après la crise (15 sept 2008 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 1% | 66 | 164 | 0,23 | 0,59 | 2,04 | 0,41 | 0,1629 | 0,1090 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 3% | 120 | 110 | 0,44 | 0,53 | 1,55 | 0,40 | 0,5179 | 0,2954 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 6% | 158 | 72 | 0,46 | 0,53 | 1,36 | 0,41 | 0,5909 | 0,3610 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 15% | 173 | 57 | 0,49 | 0,46 | 1,32 | 0,32 | 0,8122 | *0,0827** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 20% | 177 | 53 | 0,49 | 0,46 | 1,30 | 0,33 | 0,7545 | *0,0729** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 30% | 187 | 43 | 0,50 | 0,42 | 1,27 | 0,30 | 0,4689 | *0,0245*** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 50% | 209 | 21 | 0,49 | 0,41 | 1,21 | 0,28 | 0,4155 | *0,0811** |

La différence est plus importante sur la période « avant la crise », les résultats étant significatifs statistiquement au seuil d'erreur de 10% selon la loi de Student.

Nous avons voulu peaufiner ces résultats en faisant la distinction entre les deux catégories des salariés qui peuvent être actionnaires : les salariés dirigeants de l'entreprises et les salariés non-dirigeants de l'entreprise.

**Tableau 37 : Les effets de l'actionnariat des dirigeants sur le risque financier des entreprises françaises cotées**

| Tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2005-2011 ) | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable ExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
| Bêta période complète (janv 2005 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 1% | 151 | 79 | 0,55 | 0,48 | 1,09 | 0,34 | 0,4962 | *0,0204*** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 3% | 167 | 63 | 0,55 | 0,47 | 1,04 | 0,34 | 0,3960 | *0,0173*** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 6% | 172 | 58 | 0,55 | 0,46 | 1,02 | 0,33 | 0,3325 | *0,0151*** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 15% | 182 | 48 | 0,54 | 0,47 | 1,00 | 0,32 | 0,4418 | *0,0680** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 20% | 185 | 45 | 0,54 | 0,46 | 0,99 | 0,33 | 0,3812 | *0,0557** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 30% | 192 | 38 | 0,54 | 0,45 | 0,98 | 0,33 | 0,2968 | *0,0449*** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 50% | 212 | 18 | 0,53 | 0,47 | 0,93 | 0,30 | 0,5528 | 0,2805 |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bêta1 période avant la crise (janv 2005 - 14 sept 2008) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 1% | 149 | 79 | 0,62 | 0,51 | 0,50 | 0,45 | 0,1125 | 0,1526 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 3% | 165 | 63 | 0,62 | 0,49 | 0,49 | 0,46 | *0,0774** | *0,0791** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 6% | 170 | 58 | 0,61 | 0,49 | 0,50 | 0,42 | *0,0779** | *0,0505** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 15% | 180 | 48 | 0,61 | 0,49 | 0,49 | 0,42 | 0,1381 | 0,1176 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 20% | 183 | 45 | 0,61 | 0,48 | 0,50 | 0,40 | *0,0862** | 0,1172 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 30% | 190 | 38 | 0,60 | 0,47 | 0,49 | 0,41 | 0,1092 | *0,0884** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 50% | 210 | 18 | 0,59 | 0,47 | 0,49 | 0,37 | 0,3066 | 0,2912 |
| Bêta2 période après la crise (15 sept 2008 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 1% | 151 | 79 | 0,50 | 0,46 | 1,40 | 0,32 | 0,7209 | *0,0129*** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 3% | 167 | 63 | 0,50 | 0,45 | 1,34 | 0,32 | 0,6319 | *0,0143*** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 6% | 172 | 58 | 0,50 | 0,44 | 1,32 | 0,32 | 0,5780 | *0,0140*** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 15% | 182 | 48 | 0,49 | 0,45 | 1,29 | 0,31 | 0,6974 | *0,0753** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 20% | 185 | 45 | 0,49 | 0,44 | 1,28 | 0,31 | 0,6129 | *0,0547** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 30% | 192 | 38 | 0,50 | 0,43 | 1,25 | 0,31 | 0,4948 | *0,0430*** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 50% | 212 | 18 | 0,49 | 0,46 | 1,20 | 0,27 | 0,7778 | 0,3201 |

Dans le cas des dirigeants actionnaires, après l'analyse des résultats exposés dans le tableau 38, nous remarquons que les entreprises ayant une présence ne serait-ce que faible d'actionnariat salarié destiné à ses dirigeants sont moins risquées que les autres.

Ce constat est valable pour les trois périodes de l'étude, sachant qu'il est toutefois plus marqué sur la période « avant la crise ». Les résultats des tests statistiques réalisés sont significatifs au seuil d'erreur de 10% de la loi de Student.

Les résultats de l'étude des différences qui seraient dues à la présence de l'actionnariat salarié « non-dirigeants » sont présentés dans le tableau 39.

La présence d'actionnariat salarié « non-dirigeants » est associée à un risque financier plus important, et ce dès que le seuil de 1% du capital est détenu par des salariés actionnaires « non-dirigeants » de l'entreprise.

**Tableau 38 : Les effets de l'actionnariat salarié « non-dirigeants » sur le risque financier des entreprises françaises cotées**

| Tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2005-2011) | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable NonExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
| Bêta période complète (janv 2005 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 1% | 110 | 120 | 0,39 | 0,65 | 1,21 | 0,43 | *0,0359*** | *0,0136*** |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 3% | 175 | 55 | 0,49 | 0,63 | 1,00 | 0,47 | 0,1624 | 0,5412 |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 6% | 213 | 17 | 0,50 | 0,78 | 0,92 | 0,58 | *0,0894** | *0,0919** |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 15% | 224 | 6 | 0,52 | 0,57 | 0,91 | 0,51 | 0,9051 | 0,9926 |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 20% | 225 | 5 | 0,53 | 0,49 | 0,91 | 0,53 | 0,9344 | 0,6247 |
| Bêta1 période avant la crise (janv 2005 - 14 sept 2008) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 1% | 110 | 118 | 0,51 | 0,65 | 0,47 | 0,49 | *0,0287*** | *0,0092**** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 3% | 173 | 55 | 0,57 | 0,62 | 0,46 | 0,55 | 0,5449 | 0,4770 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 6% | 211 | 17 | 0,56 | 0,80 | 0,47 | 0,59 | *0,0480*** | *0,0486*** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 15% | 222 | 6 | 0,58 | 0,54 | 0,48 | 0,65 | 0,8319 | 0,8779 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 20% | 223 | 5 | 0,59 | 0,41 | 0,48 | 0,63 | 0,4119 | 0,4146 |
| Bêta2 période après la crise (15 sept 2008 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 1% | 110 | 120 | 0,33 | 0,63 | 1,59 | 0,43 | *0,0552*** | *0,0103*** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 3% | 175 | 55 | 0,44 | 0,61 | 1,29 | 0,46 | 0,1485 | 0,4700 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 6% | 213 | 17 | 0,46 | 0,77 | 1,18 | 0,58 | *0,0701** | *0,0919** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 15% | 224 | 6 | 0,48 | 0,58 | 1,16 | 0,47 | 0,6630 | 0,8594 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 20% | 225 | 5 | 0,48 | 0,52 | 1,16 | 0,50 | 0,9430 | 0,8279 |

Ce constat se vérifie sur les trois périodes de notre étude, les résultats sont significatifs statistiquement. Les écarts semblent toutefois plus importants pour la période « après la crise ».

Nous avons ensuite croisé le « pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés » avec le « pourcentage des salariés actionnaires par rapport à l'effectif total de la firme » afin de vérifier la solidité des résultats présentés précédemment.

Le seuil définit par la littérature comme « significatif » pour l'actionnariat salarié est « la détention d'au moins 3% du capital par au moins 25% des salariés ».

En analysant les résultats exposés dans le tableau 40, nous ne remarquons pas de différences de risque entre les entreprises ayant atteint ce seuil d'actionnariat salarié et les autres entreprises.

**Tableau 39 : Les effets de l'actionnariat salarié « significatif» sur le risque financier des entreprises françaises cotées**

| Tests de moyennes : croisement entre le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires et le pourcentage des salariés qui sont actionnaires (2005-2011) | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable %K*%Sal <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
| 3%K * 25%S | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 3%K * 25% S | 142 | 88 | 0,51 | 0,55 | 1,10 | 0,43 | 0,7088 | 0,2200 |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 3%K * 25% S | 140 | 88 | 0,60 | 0,56 | 0,47 | 0,50 | 0,5174 | 0,4535 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 3%K * 25% S | 142 | 88 | 0,46 | 0,53 | 1,43 | 0,41 | 0,6052 | 0,2110 |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 15%K * 25%S | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 15%K * 25%S | 187 | 43 | 0,54 | 0,47 | 0,99 | 0,35 | 0,4874 | *0,0900** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 15%K * 25%S | 185 | 43 | 0,61 | 0,48 | 0,49 | 0,44 | 0,1132 | 0,1104 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 15%K * 25%S | 187 | 43 | 0,49 | 0,46 | 1,27 | 0,33 | 0,7704 | 0,1174 |
| 15%K * 50%S | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 15%K * 50%S | 201 | 29 | 0,54 | 0,44 | 0,96 | 0,34 | 0,2930 | *0,0686** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 15%K * 50%S | 199 | 29 | 0,60 | 0,46 | 0,49 | 0,44 | 0,1307 | 0,1288 |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 15%K * 50%S | 201 | 29 | 0,49 | 0,41 | 1,23 | 0,32 | 0,4441 | *0,0553** |
| 20%K * 50%S | | | | | | | | | | | | |
| Bêta | 230 | 0,52 | 0,90 | 20%K * 50%S | 204 | 26 | 0,54 | 0,43 | 0,95 | 0,35 | 0,2770 | *0,0707** |
| Bêta1 | 228 | 0,58 | 0,48 | 20%K * 50%S | 202 | 26 | 0,60 | 0,43 | 0,48 | 0,45 | *0,0965** | *0,0907** |
| Bêta2 | 230 | 0,48 | 1,15 | 20%K * 50%S | 204 | 26 | 0,49 | 0,41 | 1,22 | 0,33 | 0,4341 | *0,0664** |

Par contre, les entreprises dans lesquelles au moins 50% des salariés détiennent 20% ou plus du capital sont en moyenne moins risquées que les autres. Les résultats étant confirmés sur les trois périodes de notre étude, au seuil d'erreur de 10% de la loi Wilcoxon.

### b) Les effets de l'actionnariat salarié sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées

La performance boursière a été mesurée par le rendement total des actionnaires (*Total Shareholder Return*) qui correspond au taux de rentabilité des actions sur une période donnée et intègre les dividendes reçus et la plus-value réalisée.

Les principaux résultats de l'analyse des effets de l'actionnariat salarié sur la performance boursière des entreprises françaises cotées sont présentés dans les tableaux 41 et 42. Les tableaux des résultats dans les annexes reprennent tous les résultats détaillés de notre analyse.

**Tableau 40 : Les effets de l'actionnariat salarié sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées**

| Tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2011) | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable EO%K <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
| Rendement période complète (janv 2005 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 1% | 66 | 164 | 0,82 | 0,35 | 3,43 | 0,48 | 0,2633 | 0,8309 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 3% | 120 | 110 | 0,61 | 0,35 | 2,56 | 0,47 | 0,2804 | 0,9834 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 6% | 158 | 72 | 0,54 | 0,36 | 2,24 | 0,51 | 0,3299 | 0,9872 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 15% | 173 | 57 | 0,52 | 0,37 | 2,15 | 0,56 | 0,3835 | 0,9268 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 20% | 177 | 53 | 0,52 | 0,37 | 2,12 | 0,58 | 0,4143 | 0,8507 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 30% | 187 | 43 | 0,51 | 0,36 | 2,07 | 0,59 | 0,3924 | 0,6346 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 50% | 209 | 21 | 0,49 | 0,46 | 1,96 | 0,74 | 0,8885 | 0,8661 |
| Rendement1 période avant la crise (janv 2005 - 14 sept 2008) | | | | | | | | | | | | |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 1% | 66 | 162 | 0,47 | 0,37 | 1,01 | 0,85 | 0,4569 | 0,9779 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 3% | 118 | 110 | 0,43 | 0,36 | 0,94 | 0,85 | 0,5297 | 0,5703 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 6% | 156 | 72 | 0,40 | 0,38 | 0,89 | 0,92 | 0,8434 | 0,9922 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 15% | 171 | 57 | 0,40 | 0,38 | 0,86 | 1,01 | 0,8877 | 0,7578 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 20% | 175 | 53 | 0,40 | 0,37 | 0,86 | 1,03 | 0,8497 | 0,6447 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 30% | 185 | 43 | 0,40 | 0,37 | 0,86 | 1,06 | 0,8778 | 0,6645 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 50% | 207 | 21 | 0,39 | 0,50 | 0,84 | 1,37 | 0,7018 | 0,8923 |
| Rendement2 période après la crise (15 sept 2008 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 1% | 66 | 164 | 1,31 | 0,30 | 8,19 | 0,35 | 0,3187 | 0,9084 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 3% | 120 | 110 | 0,84 | 0,31 | 6,08 | 0,38 | 0,3404 | 0,9454 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 6% | 158 | 72 | 0,73 | 0,29 | 5,30 | 0,41 | 0,3111 | 0,8718 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 15% | 173 | 57 | 0,68 | 0,31 | 5,06 | 0,39 | 0,3388 | 0,7971 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 20% | 177 | 53 | 0,67 | 0,33 | 5,01 | 0,35 | 0,3780 | 0,7704 |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 30% | 187 | 43 | 0,65 | 0,31 | 4,87 | 0,37 | 0,3428 | 0,6787 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 50% | 209 | 21 | 0,62 | 0,33 | 4,61 | 0,34 | 0,3860 | 0,8445 |

Les analyses univariées que nous avons réalisées n'ont globalement pas abouti à des résultats significatifs en ce qui concerne les effets de l'actionnariat salarié sur la performance boursière des entreprises françaises cotées (*cf.* tableau 41).

**Tableau 41 : Les effets de l'actionnariat salarié « non-dirigeants » sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées**

| Tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2005-2011) | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Variables | Effectif des données observées | Moyenne de l'échantillon | Ecart-type de l'échantillon | Seuil de la variable NonExecEOpK <?% | Effectif du groupe inf | Effectif du groupe sup | Moyenne du groupe inf | Moyenne du groupe sup | Ecart-type du groupe inf | Ecart-type du groupe sup | Probabilité critique de la loi de Student | Probabilité critique de la loi de Wilcoxon |
| Rendement période complète (janv 2005 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 1% | 110 | 120 | 0,63 | 0,35 | 2,68 | 0,44 | 0,2693 | 0,5998 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 3% | 175 | 55 | 0,52 | 0,37 | 2,15 | 0,38 | 0,3797 | 0,3588 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 6% | 213 | 17 | 0,49 | 0,45 | 1,95 | 0,35 | 0,8118 | *0,0862** |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 15% | 224 | 6 | 0,48 | 0,54 | 1,91 | 0,44 | 0,7877 | 0,1647 |
| Rend | 230 | 0,48 | 1,88 | 20% | 225 | 5 | 0,48 | 0,64 | 1,90 | 0,42 | 0,5006 | *0,0415*** |
| Rendement1 période avant la crise (janv 2005 - 14 sept 2008) | | | | | | | | | | | | |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 1% | 110 | 118 | 0,43 | 0,36 | 1,02 | 0,77 | 0,5420 | 0,7593 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 3% | 173 | 55 | 0,40 | 0,39 | 0,94 | 0,74 | 0,9479 | 0,9757 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 6% | 211 | 17 | 0,39 | 0,52 | 0,91 | 0,65 | 0,5486 | 0,2693 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 15% | 222 | 6 | 0,39 | 0,71 | 0,90 | 0,83 | 0,3935 | 0,2710 |
| Rend1 | 228 | 0,40 | 0,90 | 20% | 223 | 5 | 0,39 | 0,87 | 0,90 | 0,81 | 0,2320 | *0,0769** |
| Rendement2 période après la crise (15 sept 2008 - avril 2011) | | | | | | | | | | | | |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 1% | 110 | 120 | 0,89 | 0,31 | 6,35 | 0,32 | 0,3383 | 0,3909 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 3% | 175 | 55 | 0,67 | 0,33 | 5,04 | 0,37 | 0,3693 | 0,5629 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 6% | 213 | 17 | 0,61 | 0,33 | 4,57 | 0,25 | 0,3867 | 0,8379 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 15% | 224 | 6 | 0,60 | 0,32 | 4,46 | 0,21 | 0,3668 | 0,9628 |
| Rend2 | 230 | 0,59 | 4,40 | 20% | 225 | 5 | 0,60 | 0,32 | 4,45 | 0,23 | 0,3761 | 1,0000 |

Toutefois, en analysant les résultats des tests réalisés dans l'objectif de déterminer si des différences de rendement pouvaient être associées à la présence de l'actionnariat salarié « non-dirigeants » (cf. tableau 42), nous remarquons que les entreprises dans lesquelles les salariés actionnaires non dirigeants détiennent 20% du capital ont un rendement supérieur aux autres de près de 30% sur la période complète de notre étude. Ces résultats statistiques sont significatifs au seuil d'erreur de 5% de la loi de Wilcoxon. Les mêmes entreprises ont des actions deux fois plus rentables en moyenne sur la période d'avant la crise (résultats significatifs au seuil d'erreur de 10% de la loi de Wilcoxon).

## B. Analyses multivariées des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées

Les analyses de régression multiples ont été réalisées afin d'approfondir l'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance boursière et sur le risque financier des entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250 entre janvier 2005 et avril 2011. Nous avons de même opéré une distinction entre la période « avant la crise » économique et financière de septembre 2008 et la période « après la crise ».

### a) Les effets de l'actionnariat salarié sur le risque des entreprises françaises cotées

Le tableau 43 présente les résultats des différents modèles de régression qui ont été testés afin d'analyser l'impact de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises cotées sur l'ensemble de la période étudiée allant de janvier 2005 à avril 2011.

**Tableau 42 : Impact de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises (période complète, 2005-2011)**

| Variables | Mod.1 BêtaComp | | Mod.2 BêtaComp | | Mod.3 BêtaComp | | Mod.4 BêtaComp | | Mod.5 BêtaComp | | Mod.6 BêtaComp | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T |
| Constante | 0,4662 | 0,0006 | 0,5809 | 0,0000 | 0,5566 | 0,0000 | 0,4753 | 0,0000 | 0,5681 | 0,0000 | 0,5077 | 0,0000 |
| RendComp | 0,0365 | 0,5035 | 0,0278 | 0,5929 | 0,0248 | 0,6342 | 0,0244 | 0,6374 | 0,0279 | 0,5913 | | |
| Industries | 0,2702 | 0,0045 | 0,2520 | 0,0043 | 0,2304 | 0,0084 | 0,2473 | 0,0047 | 0,2584 | 0,0041 | 0,2721 | 0,0038 |
| Matériaux de base | 0,1136 | 0,4180 | 0,1187 | 0,3865 | 0,1156 | 0,3991 | 0,0969 | 0,4794 | 0,1170 | 0,3926 | 0,1240 | 0,3697 |
| Pétrole et gaz | 0,3226 | 0,0834 | 0,3084 | 0,0933 | 0,2968 | 0,1056 | 0,3039 | 0,0957 | 0,3065 | 0,0946 | 0,3209 | 0,0813 |
| Santé | -0,1076 | 0,3529 | -0,0710 | 0,5229 | -0,0771 | 0,4877 | -0,0801 | 0,4693 | -0,0728 | 0,5117 | -0,1038 | 0,3638 |
| Services aux collectivités | 0,3455 | 0,0272 | 0,3309 | 0,0300 | 0,3223 | 0,0325 | 0,3434 | 0,0229 | 0,3223 | 0,0322 | 0,3174 | 0,0363 |
| Services aux consommateurs | -0,0667 | 0,4917 | -0,0506 | 0,5877 | -0,0573 | 0,5370 | -0,0680 | 0,4639 | -0,0542 | 0,5587 | -0,0702 | 0,4586 |
| Sociétés financières | 0,1727 | 0,1170 | 0,1925 | 0,0733 | 0,1821 | 0,0862 | 0,1703 | 0,1084 | 0,1876 | 0,0770 | 0,1799 | 0,0920 |
| Technologie | 0,1036 | 0,3440 | 0,1340 | 0,2075 | 0,1174 | 0,2647 | 0,1058 | 0,3203 | 0,1315 | 0,2131 | 0,1068 | 0,3178 |
| Télécommunications | 0,0093 | 0,9813 | 0,0302 | 0,9389 | -0,0070 | 0,9855 | -0,0171 | 0,9647 | 0,0099 | 0,9795 | -0,0296 | 0,9389 |
| NonExecAS%K | -0,1058 | 0,9373 | | | | | | | -0,0074 | 0,1955 | | |
| ExecAS%K | -0,0969 | 0,9426 | | | -0,0043 | 0,004*** | | | -0,0046 | 0,002*** | 0,0088 | 0,1574 |
| StockOptions | 0,0568 | 0,5640 | | | | | 0,1076 | 0,1941 | | | | |
| AgeEO | 0,0074 | 0,0440** | | | | | | | | | 0,0073 | 0,0449** |
| AS %Sal | -0,0006 | 0,6235 | -0,0005 | 0,6871 | | | | | | | | |
| AS%K | 0,0927 | 0,9450 | -0,0047 | 0,001*** | | | -0,0042 | 0,006*** | | | -0,0132 | 0,0318** |
| PC de F | 0,0012 | | 0,0008 | | 0,0008 | | 0,0004 | | 0,0008 | | 0,0002 | |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| R^2 | 0,1951 | 0,1629 | 0,1556 | 0,1698 | 0,1632 | 0,1897 |
| R^2 (ajusté) | 0,1198 | 0,1083 | 0,1053 | 0,1157 | 0,1087 | 0,1342 |
| N | 188 | 197 | 197 | 197 | 197 | 188 |

Nous remarquons que l'actionnariat salarié (mesuré à l'aide du pourcentage du capital détenu par des salariés actionnaires) diminue (très légèrement) le bêta des entreprises françaises. L'impact est certes très faible, mais néanmoins significatif statistiquement, avec un risque d'erreur inférieur au seuil de 1% selon la loi de Student.

Le constat se confirme aussi en ce qui concerne l'actionnariat salarié des dirigeants qui diminue le risque financier des entreprises françaises. L'impact est certes très faible, mais néanmoins significatif statistiquement, avec un risque d'erreur inférieur au seuil de 1% selon la loi de Student.

Par contre, il semblerait que la variable « âge de l'actionnariat salarié » a une influence positive (à nouveau très faible) sur le bêta des entreprises françaises faisant partie de notre échantillon. Ceci signifie que les entreprises ayant une ancienneté plus importante dans la mise en place des mécanismes de l'actionnariat salarié sont légèrement plus risquées que les autres.

**Tableau 43 : Impact de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises (période « avant la crise », janv. 2005- sept. 2008)**

| Variables | Mod.1 BêtaAvant | | Mod.2 BêtaAvant | | Mod.3 BêtaAvant | | Mod.4 BêtaAvant | | Mod.5 BêtaAvant | | Mod.6 BêtaAvant | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T |
| Constante | 0,6055 | 0,0003 | 0,5732 | 0,0000 | 0,5698 | 0,0000 | 0,5284 | 0,0000 | 0,5515 | 0,0000 | 0,5515 | 0,0000 |
| RendAvant | 0,0375 | 0,3328 | 0,0410 | 0,2667 | 0,0422 | 0,2536 | 0,0386 | 0,2990 | 0,0418 | 0,2569 | 0,0418 | 0,2565 |
| Industries | 0,3859 | 0,0012 | 0,3342 | 0,0023 | 0,3562 | 0,0015 | 0,3073 | 0,0048 | 0,3545 | 0,0015 | 0,3544 | 0,0015 |
| Matériaux de base | -0,1515 | 0,4067 | -0,1676 | 0,3402 | -0,1657 | 0,3460 | -0,1727 | 0,3312 | -0,1685 | 0,3364 | -0,1685 | 0,3364 |
| Pétrole et gaz | -0,0342 | 0,8825 | -0,0389 | 0,8630 | -0,0331 | 0,8833 | -0,0555 | 0,8061 | -0,0393 | 0,8609 | -0,0393 | 0,8610 |
| Santé | 0,0422 | 0,7702 | 0,0571 | 0,6772 | 0,0558 | 0,6842 | 0,0463 | 0,7373 | 0,0537 | 0,6945 | 0,0536 | 0,6950 |
| Services aux collectivités | 0,2037 | 0,2941 | 0,2077 | 0,2668 | 0,2037 | 0,2764 | 0,1944 | 0,2991 | 0,1924 | 0,2965 | 0,1923 | 0,2967 |
| Services aux consommateurs | -0,0267 | 0,8257 | -0,0333 | 0,7722 | -0,0349 | 0,7619 | -0,0453 | 0,6957 | -0,0396 | 0,7286 | -0,0396 | 0,7285 |
| Sociétés financières | 0,2752 | 0,0463 | 0,2677 | 0,0441 | 0,2685 | 0,0435 | 0,2506 | 0,0590 | 0,2604 | 0,0468 | 0,2603 | 0,0468 |
| Technologie | 0,2459 | 0,0732 | 0,2404 | 0,0678 | 0,2440 | 0,0640 | 0,2134 | 0,1079 | 0,2383 | 0,0679 | 0,2382 | 0,0680 |
| Télécommunications | 0,0938 | 0,8490 | 0,0778 | 0,8721 | 0,0772 | 0,8731 | 0,0173 | 0,9712 | 0,0459 | 0,9231 | 0,0459 | 0,9231 |
| NonExecAS%K | 1,3197 | 0,4295 | | | | | | | | | -0,0124 | 0,0772* |
| ExecAS%K | 1,3291 | 0,4258 | | | 0,0069 | 0,3328 | -0,0044 | 0,0248** | 0,0076 | 0,2776 | -0,0048 | 0,0098*** |
| StockOptions | -0,0586 | 0,6318 | | | | | 0,0038 | 0,9706 | | | | |
| AgeEO | 0,0038 | 0,4101 | | | | | | | | | | |
| AS %Sal | -0,0011 | 0,5020 | -0,0009 | 0,5363 | -0,0006 | 0,7025 | | | | | | |
| AS%K | -1,3342 | 0,4241 | -0,0051 | 0,0059*** | -0,0118 | 0,0997* | | | -0,0124 | 0,0766* | | |
| PC de F | 0,0097 | | 0,0041 | | 0,0050 | | 0,0091 | | 0,0031 | | 0,0031 | |
| R^2 | 0,1669 | | 0,1433 | | 0,1477 | | 0,1322 | | 0,1470 | | 0,1470 | |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| R^2 (ajusté) | 0,0881 | 0,0868 | 0,0865 | 0,0750 | 0,0908 | 0,0907 |
| N | 186 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 |

Les tableaux 44 et 45 exposent les résultats des analyses de régression dans le but de déterminer l'effet de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises en distinguant la période avant la crise économique et financière survenue en septembre 2008 de la période après la crise.

Avant la crise (*cf.* tableau 44), nous constatons que l'actionnariat salarié a aussi une légère influence négative sur le bêta, les entreprises avec actionnariat salarié étant donc moins risquées que les autres (résultats statistiques significatifs au seuil de 1% d'erreur de la loi de Student).

L'actionnariat salarié des dirigeants diminue de même (assez légèrement certes) le risque financier des entreprises (*p.c.* < 5%).

Nous constatons aussi que l'actionnariat des salariés non-dirigeants diminue le risque financier des entreprises françaises. L'impact est significatif statistiquement, avec un risque d'erreur inférieur au seuil de 10% selon la loi de Student.

**Tableau 44 : Impact de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises (période « après la crise », sept. 2008 – avril 2011)**

| Variables | Mod.1 BêtaAprès | | Mod.2 BêtaAprès | | Mod.3 BêtaAprès | | Mod.4 BêtaAprès | | Mod.5 BêtaAprès | | Mod.6 BêtaAprès | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T | Coef | PC de T |
| Constante | 0,4197 | 0,0019 | 0,5702 | 0,0000 | 0,5628 | 0,0000 | 0,4447 | 0,0000 | 0,4406 | 0,0000 | 0,3811 | 0,0013 |
| RendAprès | -0,0017 | 0,9859 | -0,0008 | 0,9927 | 0,0005 | 0,9955 | -0,0119 | 0,8963 | -0,0102 | 0,9112 | | |
| Industries | 0,1800 | 0,0557 | 0,1781 | 0,0410 | 0,1626 | 0,0610 | 0,1759 | 0,0423 | 0,1626 | 0,0594 | 0,1772 | 0,0575 |
| Matériaux de base | 0,1425 | 0,3083 | 0,1502 | 0,2724 | 0,1490 | 0,2769 | 0,1238 | 0,3647 | 0,1240 | 0,3651 | 0,1383 | 0,3181 |
| Pétrole et gaz | 0,4603 | 0,0135 | 0,4351 | 0,0177 | 0,4293 | 0,0194 | 0,4364 | 0,0166 | 0,4319 | 0,0180 | 0,4522 | 0,0143 |
| Santé | -0,1653 | 0,1549 | -0,1267 | 0,2575 | -0,1287 | 0,2504 | -0,1388 | 0,2128 | -0,1412 | 0,2057 | -0,1660 | 0,1467 |
| Services aux collectivités | 0,3637 | 0,0267 | 0,3255 | 0,0403 | 0,3263 | 0,0401 | 0,3514 | 0,0266 | 0,3524 | 0,0265 | 0,3539 | 0,0211 |
| Services aux consommateurs | -0,0811 | 0,4012 | -0,0606 | 0,5121 | -0,0618 | 0,5041 | -0,0801 | 0,3868 | -0,0810 | 0,3821 | -0,0862 | 0,3642 |
| Sociétés financières | 0,1473 | 0,1761 | 0,1649 | 0,1166 | 0,1614 | 0,1249 | 0,1426 | 0,1742 | 0,1404 | 0,1816 | 0,1368 | 0,2001 |
| Technologie | 0,0455 | 0,6761 | 0,0840 | 0,4246 | 0,0765 | 0,4661 | 0,0517 | 0,6258 | 0,0446 | 0,6732 | 0,0395 | 0,7136 |
| Télécommunications | -0,0119 | 0,9761 | -0,0071 | 0,9854 | -0,0156 | 0,9680 | -0,0374 | 0,9227 | -0,0428 | 0,9118 | -0,0568 | 0,8829 |
| NonExecAS%K | -0,2855 | 0,8284 | | | | | | | | | -0,0106 | 0,0818* |
| ExecAS%K | -0,2790 | 0,8322 | | | -0,0039 | 0,0088*** | | | -0,0032 | 0,0426** | -0,0034 | 0,0438** |
| StockOptions | 0,1111 | 0,2588 | | | | | 0,1533 | 0,0644* | 0,1496 | 0,0747* | 0,1203 | 0,2122 |
| AgeEO | 0,0085 | 0,0205** | | | | | | | | | 0,0085 | 0,0193** |
| AS %Sal | -0,0008 | 0,5166 | | | | | | | | | | |
| AS%K | 0,2756 | 0,8342 | -0,0041 | 0,0069*** | | | -0,0034 | 0,0284** | | | | |
| PC de F | 0,0014 | | 0,0010 | | 0,0012 | | 0,0005 | | 0,0007 | | 0,0003 | |
| R^2 | 0,1933 | | 0,1525 | | 0,1504 | | 0,1682 | | 0,1650 | | 0,1910 | |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| R^2 (ajusté) | 0,1178 | 0,1021 | 0,0999 | 0,1139 | 0,1106 | 0,1305 |
| N | 188 | 197 | 197 | 197 | 197 | 188 |

L'analyse des résultats de régression sur la période « après la crise » (*cf.* tableau 45) confirme les constats que nous venons de faire sur la période complète de l'étude et sur la période « avant la crise » : la présence de l'actionnariat salarié (à destination des dirigeants ou bien des salariés non-dirigeants) diminue le risque financier des entreprises françaises cotées et l'ancienneté de l'actionnariat salarié semble augmenter le risque financier.

Nous constatons par ailleurs qu'après la crise financière de septembre 2008, la présence de stock-options est associée avec une forte augmentation du risque financier des entreprises, ce résultat statistique est significatif au seuil d'erreur de 10% selon la loi de Student.

### b) Les effets de l'actionnariat salarié sur le rendement des entreprises françaises cotées

Les analyses de régression destinées à étudier le lien entre l'actionnariat salarié et le rendement boursier des entreprises françaises n'aboutissent pas à des résultats significatifs.

Les tableaux reprenant les détails de tous les résultats des différentes analyses réalisées sont présentés dans les annexes.

### c) Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur le risque financier et le rendement boursier des entreprises françaises (2005-2011)

Afin d'approfondir notre étude de la relation entre l'actionnariat salarié et le risque financier et le rendement boursier des entreprises françaises cotées, nous avons réalisé sur R une analyse discriminante descriptive avec l'objectif de savoir s'il était possible de séparer plusieurs groupes préexistants au sein de notre échantillon.

Quatre groupes d'entreprises se distinguent à nouveau. L'analyse de la variance ANOVA qui permet de tester la signification de différences entre les moyennes calculées pour ces

différentes catégories indique que ces quatre groupes d'entreprises sont distincts (*cf.* tableau 46).

**Tableau 45 : Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur le risque financier et le rendement boursier des entreprises françaises (2005-2011)**

| Variables | Groupe 1 | Groupe 2 | Groupe 3 | Groupe 4 | ANOVA |
|---|---|---|---|---|---|
| Bêta (période complète) | 0,6469 | 0,4386 | 0,5682 | 0,7444 | *0,0195*** |
| Bêta (période avant crise) | 0,6529 | 0,4686 | 0,5405 | 0,6975 | 0,2021 |
| Bêta (période après crise) | 0,6174 | 0,4241 | 0,5753 | 0,7554 | *0,0166*** |
| Rendement (période complète) | 0,2296 | 0,2003 | 0,5435 | 1,6202 | *0,0000**** |
| Rendement (période avant crise) | 0,1723 | 0,1259 | 0,7056 | 2,5688 | *0,0000**** |
| Rendement (période après crise) | 0,2915 | 0,3024 | 0,3174 | 0,2935 | 0,9959 |
| Pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés | 3,44 | 45,40 | 28,95 | 7,69 | *0,0000**** |
| Pourcentage des salariés actionnaires | 41,80 | 36,49 | 52,50 | 47,21 | 0,2789 |
| Pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés dirigeants | 1,52 | 43,43 | 1,98 | 5,75 | *0,0000**** |
| Pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés non-dirigeants | 1,92 | 1,96 | 26,96 | 1,94 | *0,0000**** |
| N | 135 | 35 | 6 | 21 | |

Les variables discriminantes de notre échantillon sont le pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés dirigeants et le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires non-dirigeants. Plus précisément, c'est la manière dont ces deux variables se combinent et leur importance dans la structure du capital de l'entreprise qui distingue ces groupes d'entreprises.

Le groupe 2 se distingue notamment par un très fort niveau d'actionnariat salarié dirigeant, combiné à un niveau assez faible d'actionnariat salarié non-dirigeant. Ce groupe

est caractérisé par un niveau de risque inférieur à tous les autres groupes, le taux de rentabilité moyenne de ses actions étant aussi largement inférieur à tous les autres groupes.

Le groupe 3 est caractérisé par un niveau très fort d'actionnariat salarié non-dirigeant, associé à un niveau assez modéré d'actionnariat salarié dirigeant. Ce groupe se caractérise (comparativement au groupe 2) par un niveau de risque un peu plus important, et par un rendement total moyen de ses actions qui est 2,7 fois plus important que le rendement total moyen des actions des entreprises appartenant au groupe 2 sur la période complète de notre étude. Le rendement moyen des actions des entreprises appartenant au groupe 3 est plus de 5 fois plus important sur la période avant la crise financière de septembre 2008 par rapport au groupe 2 ou bien par rapport au groupe 1 (caractérisé par un niveau d'actionnariat plus faible, mais avec un profil plus risqué que le groupe 3).

D'ailleurs, ce résultat important suite à l'analyse factorielle discriminante vient confirmer les constats auxquels nous avions abouti précédemment suite aux analyses univariées basées sur les tests de différences de moyennes qui avaient déjà mis en évidence le fait que les entreprises dans lesquelles les salariés actionnaires non dirigeants détiennent 20% du capital ont un rendement moyen largement supérieur aux autres sur la période complète de notre étude (et aussi sur la période d'avant la crise).

Le groupe 4 a un profil actionnariat salarié composé d'un niveau d'actionnariat des dirigeants trois fois plus important que l'actionnariat des salariés non-dirigeants. Ce profil est caractérisé par un niveau de risque plus important que les autres groupes, avec des rendements moyens (rappelons qu'il s'agit de la moyenne des rendements hebdomadaires sur la période étudiée) largement supérieurs aux autres groupes.

Au final, l'analyse discriminante nous permet de constater qu'il existe différents profils « actionnariat salarié » au sein des entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250 entre 2005 et 2011, certains de ces profils ayant des caractéristiques bien particulières en ce qui concerne le risque financier et leur performance boursière.

*

*  *

## SYNTHESE 6

Suite à notre analyse statistique des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et la performance boursière des entreprises françaises cotées, nous arrivons aux constats suivants :

- Sur les trois périodes étudiées, dès que le seuil de détention du capital par les salariés actionnaires atteint les 15% du capital, les entreprises avec actionnariat salarié ont un bêta inférieur aux autres.
- Dans le cas des dirigeants actionnaires, nous remarquons que les entreprises ayant une présence ne serait-ce que faible d'actionnariat salarié destiné à ses dirigeants sont moins risquées que les autres. Ce constat est valable pour les trois périodes de l'étude, sachant qu'il est toutefois plus marqué sur la période « avant la crise ».
- La présence d'actionnariat salarié « non-dirigeant » est associée à un risque financier plus important, et ce dès que le seuil de 1% du capital est détenu par des salariés actionnaires « non-dirigeants » de l'entreprise.
- Les entreprises dans lesquelles les salariés actionnaires non dirigeants détiennent 20% du capital ont un rendement supérieur aux autres de près de 30% sur la période complète de notre étude. Les mêmes entreprises ont des actions deux fois plus rentables sur la période d'avant la crise financière de septembre 2008.

L'analyse des résultats de régression confirme que la présence de l'actionnariat salarié (à destination des dirigeants ou bien des salariés non-dirigeants) diminue le risque financier des entreprises françaises cotées.

Par contre, il semblerait que la variable « âge de l'actionnariat salarié » a une influence positive sur le bêta des entreprises françaises faisant partie de notre échantillon. Ceci signifie que les entreprises ayant une ancienneté plus importante dans la mise en place des mécanismes de l'actionnariat salarié sont légèrement plus risquées que les autres.

Nous constatons par ailleurs qu'après la crise financière de septembre 2008, la présence de stock-options est associée à une très forte augmentation du risque financier des entreprises françaises cotées.

L'analyse factorielle discriminante met en évidence l'existence de différents profils d'« actionnariat salarié » parmi les entreprises françaises cotées.

Le profil « *le plus performant et le moins risqué* » est caractérisé par un niveau très fort d'actionnariat salarié non-dirigeant (autour de 20% du capital), associé à un niveau assez modéré d'actionnariat salarié dirigeant. Ce groupe se caractérise (pour un niveau de risque légèrement plus important) par une surperformance boursière grâce à un rendement total moyen de ses actions qui est 2,7 fois plus important que le rendement total moyen des actions des autres entreprises sur la période complète de notre étude (de janvier 2005 à avril 2011).

Le rendement moyen des actions des entreprises appartenant à ce profil est par ailleurs plus de 5 fois plus important sur la période avant la crise financière (de janvier 2005 à septembre 2008) par rapport aux autres groupes caractérisés par un niveau d'actionnariat salarié « non-dirigeant » plus faible, mais avec un profil plus risqué.

Les résultats de l'analyse factorielle discriminante convergent par ailleurs avec les résultats des analyses univariées en soulignant les effets positifs significatifs d'un niveau d'actionnariat salarié « non-dirigeant » très fort sur la performance boursière des entreprises françaises cotées.

Les résultats de notre étude statistique des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et le rendement boursier des entreprises françaises cotées vont dans le sens de l'indice de l'actionnariat salarié Euronext FAS IAS ® qui montre une surperformance boursière des entreprises avec actionnariat salarié par rapport aux entreprises sans actionnariat salarié.

# CHAPITRE 7. UNE APPROCHE SOCIO-COGNITIVE DU RÔLE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ : ANALYSE DU DISCOURS DES ACTEURS AU SEIN DES GRANDES ENTREPRISES FRANÇAISES

« Une observation n'a de sens qu'en fonction d'une interprétation,
c'est-à-dire d'une hypothèse préalable ».
Jean Ullmo, *Logique et connaissance scientifique* (1967)

Cette dernière phase de notre recherche vise à mettre en évidence la manière dont les acteurs professionnels envisagent les avantages et les inconvénients de l'adoption de l'actionnariat salarié par les grandes entreprises françaises. Cette analyse qualitative du discours des acteurs professionnels se justifie par le fait que le mécanisme de l'actionnariat salarié ne peut être uniquement analysé en termes strictement financiers ou économiques. L'étude des effets de la mise en place de l'actionnariat salarié doit aussi prendre en compte les caractéristiques des plans d'actionnariat salarié adoptés par les grandes entreprises françaises ainsi que les dynamiques relationnelles que ce phénomène induit au sein des sociétés. Il s'agit notamment d'approfondir davantage l'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises françaises en prenant appui sur les apports de la vision socio-cognitive de la firme. Les développements qui suivent insistent sur l'idée selon laquelle une analyse approfondie de l'actionnariat salarié doit intégrer l'examen des effets induits par notre objet de recherche sur le capital intellectuel et sur le capital social de la firme, tout comme le fait d'envisager son rôle cognitif dans le système de gouvernance d'entreprise.

Rainelli-Le Montagner (2008) nous rappelle que le nouveau champ de recherches consacré aux études sociales de la finance demande aux chercheurs de recourir à d'autres approches empiriques que l'étude des *données standardisées* (cours des titres, ratios comptables) utilisées habituellement dans le paradigme de la finance classique. En effet, selon cet auteur, « *enquêtes de terrain et entretiens avec les acteurs sont peut-être susceptibles de fournir des résultats véritablement nouveaux dans des domaines où un certain essoufflement du paradigme classique a souvent été relevé* » (*ibid.*, pp. 65-66).

Nous allons donc confronter les discours et les analyses des acteurs du terrain aux hypothèses issues de l'articulation théorique que nous avons déjà proposée (théories contractualistes complétées par l'approche socio-cognitive de la firme) afin de mieux comprendre le phénomène étudié, tout en redéfinissant le cadre théorique, voire en l'enrichissant. Thiétart et al. (1999) précisent qu'en sciences du management l'exploration consiste à découvrir ou approfondir une structure ou un fonctionnement pour répondre à deux grands objectifs : la recherche de l'*explication* (et de la *prédiction*) et la recherche d'une *compréhension*. Par conséquent, explorer répond à l'intention initiale du chercheur de proposer des résultats théoriques novateurs, c'est-à-dire de créer des articulations théoriques nouvelles entre des concepts et / ou d'intégrer de nouveaux concepts dans un champ théorique donné (*ibid.*).

En effet, la réalisation d'entretiens menés au sein de vingt grandes entreprises françaises cotées nous a permis d'enrichir les résultats des analyses statistiques à travers un examen plus approfondi des effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes et les comportements des salariés au travail et sur les interactions entre les différents acteurs concernés au sein des entreprises ayant mis en place des plans d'actionnariat salarié.

Après avoir présenté la méthodologie qualitative adoptée (section 1), les résultats de l'enquête sur le terrain seront présentés (section 2) afin d'aboutir à une synthèse visant à confronter les résultats obtenus lors des phases quantitatives et qualitatives de notre recherche (section 3).

La présentation des résultats obtenus suite à l'analyse des entretiens réalisés s'articule de la manière suivante : la seconde section présente l'analyse des résultats des entretiens en les regroupant autour de cinq thématiques principales issues de la revue théorique des effets socio-cognitifs des l'actionnariat salarié. La prise en compte des aspects socio-cognitifs mobilisés dans notre analyse permet de mieux comprendre les mécanismes à travers lesquels l'actionnariat salarié peut influencer la création de valeur au sein des entreprises françaises (confiance et implication organisationnelle, implication philosophique des dirigeants, sentiment d'actionnariat psychologique, etc.).

Cette deuxième section nous permettra ainsi d'examiner le caractère conflictuel ou coopératif des relations entre les salariés actionnaires et les autres parties prenantes des entreprises ainsi que le rôle cognitif des représentants des actionnaires salariés au sein de la gouvernance d'entreprise. Le succès ou le développement des plans d'actionnariat salarié peuvent visiblement être influencés par différents facteurs déterminants d'un bon climat de confiance au sein de l'entreprise tels que les raisons de leur mise en place par la

direction ou bien l'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié.

Puis, dans une troisième et dernière section, nous allons synthétiser les résultats des nos trois études empiriques afin de confronter les résultats obtenus lors des phases quantitatives et qualitatives de notre recherche. Les différents constats issus de la vingtaine d'entretiens réalisés illustrent la complexité des effets induits par le mécanisme de l'actionnariat salarié dans le contexte français. Ils permettent d'élargir les possibilités d'explication de notre modèle de recherche en confortant certaines hypothèses. Cette dernière phase de la recherche permet une confrontation aux réalités du terrain en repérant des déterminants non envisagés dans la phase statistique de notre étude car difficilement mesurables quantitativement.

Cette troisième étude empirique s'attache à mettre en évidence la manière dont les experts et les professionnels considèrent les enjeux liés à la mise en place de l'actionnariat salarié ainsi que les effets observés quant au fonctionnement de ces dispositifs.

Les développements qui suivent insistent sur l'idée que l'actionnariat salarié est un objet de recherche très complexe ne pouvant pas être analyse en termes strictement quantitatifs mais devant être enrichi d'une plus grande prise en compte de ses spécificités ainsi que des dynamiques relationnelles qui se mettent en place au sein de l'entreprise.

Il s'agit en effet de prendre davantage en considération le jeu d'acteurs et les interactions socio-cognitives au sein des entreprises ayant choisi de faire entrer leurs salariés dans leur structure du capital.

Cette troisième étude empirique menée au sein de vingt grandes entreprises françaises nous permet d'enrichir les résultats des deux études statistiques précédentes en examinant de plus près la nature des relations et des interactions entre les acteurs économiques et le résultat de ces échanges.

Cette démarche vise à identifier à la fois les contraintes et les ressources des contextes d'évolution de l'actionnariat salarié au sein des grandes entreprises françaises.

# METHODOLOGIE ET RECUEIL DES DONNEES

La complexité de la relation entre la mise en place de l'actionnariat salarié et la création de valeur et les mécanismes de gouvernance de l'entreprise tout comme la volonté de mieux comprendre les interactions sociales, les attitudes et les comportements des acteurs économiques et les fonctionnements organisationnels, semblent appeler naturellement une méthodologie de recherche de nature qualitative.

Comme nous l'avions déjà mentionné, une démarche méthodologique qualitative devrait nous permettre de mettre en lumière les rôles et les comportements des différents acteurs économiques dans le cadre des relations professionnelles que construisent les firmes ayant mis en place des plans d'actionnariat salarié. Cette recherche empirique a aussi comme but d'étudier le lien avec la performance organisationnelle telle qu'elle est perçue par les acteurs rencontrés.

Nous allons présenter maintenant la méthodologie de notre enquête de terrain consacrée à l'analyse qualitative des discours des professionnels au sein d'une vingtaine de grandes entreprises françaises cotées.

Cette démarche implique l'accès à un terrain d'observation ainsi que l'adoption d'une méthodologie d'exploitation du matériau qualitatif recueilli.

## A. Une opportunité de terrain

Comme le souligne Wacheux, « *l'accès à des terrains d'observation est souvent difficile (…). Les entreprises n'aiment pas s'ouvrir pour permettre à quelqu'un de l'extérieur de regarder le fonctionnement et de s'interroger sur les pratiques* » (Wacheux, 1996, p.189). Cette réticence des entreprises à laisser les chercheurs accéder facilement au cœur de leurs pratiques s'avère souvent un obstacle difficile à franchir, surtout pour les jeunes chercheurs n'ayant que très peu de relations avec le monde économique.

La réalisation des vingt entretiens qui forment le corpus de la partie qualitative de notre étude de terrain (cf. tome 2) a aussi été largement facilitée par les contacts que nous avons

pu prendre lors de notre participation au Grand Prix de l'Actionnariat Salarié organisé chaque année dans le cadre du Salon de la Bourse et des Produits Financiers *Actionaria* par la Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés et Anciens Salariés. En effet, la participation régulière aux rencontres annuelles réunissant les différents acteurs lors des Grand Prix de l'Actionnariat Salarié nous a permis de réaliser une véritable immersion dans le monde de l'actionnariat salarié.

Nous avons bien évidemment bénéficié du soutien des organismes de promotion de l'actionnariat salarié tels que la Fédération Française des Associations des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés ou de la Fondact en France, ou bien encore la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salariés pour accéder au terrain. Par ailleurs, nous avons aussi apprécié la possibilité de participer aux différentes rencontres ou journées d'études organisées par ces organismes nous ayant permis de rencontrer les professionnels et d'autres universitaires intéressés par l'actionnariat salarié.

Le thème de nos travaux de recherche étant au centre des préoccupations de ces différents organismes, les responsables nous ont facilité la mise en relation avec des professionnels et des experts des question d'actionnariat salarié en France et en Europe.

Néanmoins, nous avons veillé à développer et à élargir notre réseau professionnel autour de l'actionnariat salarié en multipliant les rencontres et les contacts lors des différentes manifestations professionnelles auxquelles nous avions pris soin de nous rendre le plus souvent possible durant toute la période de cette recherche doctorale. Nous avons aussi pris l'initiative de contacter l'Association Française de Gestion Financière (pour la partie consacrée à la gestion de l'épargne salariale) qui nous a mis en relation avec des sociétés de gestion pour compte de tiers et des teneurs des comptes de l'épargne salariale.

Les différents professionnels rencontrés se sont impliqués dans notre recherche et notre étude a pu ainsi bénéficier de leurs témoignages et contributions.

Le tableau suivant présente la fonction des personnes interviewées ainsi que le secteur d'activité des entreprises concernées. Notre avons ainsi rencontré sept personnes ayant des fonctions stratégiques importantes dans la direction générale des grandes entreprises françaises (dont trois ayant la responsabilité directe de la mise en place de l'actionnariat salarié dans leur entreprise). Ces professionnels ont forcément des contacts avec les organismes de promotion de l'actionnariat salarié, mais ils ne tiennent pas toujours le même discours, ils représentent plutôt le point de vue de la direction de l'entreprise. Nous avons aussi rencontré deux responsables d'organismes professionnels de gestion d'actifs financiers, deux responsables d'organismes professionnels de promotion de la gestion participative, un responsable politique, rapporteur de la proposition de loi sur le

Développement de la Participation et de l'Actionnariat salarié en 2006 au Sénat, huit salariés actionnaires, occupant souvent une fonction de cadre dans les entreprises, parmi lesquels sept sont responsables d'associations d'actionnariat salarié, dont deux présidents du conseil de surveillance du FCPE d'actionnariat salarié.

**Tableau 46: Liste des personnes interviewées lors de la phase qualitative de la recherche empirique**

| Fonction de la personne interviewée | Secteur d'activité |
|---|---|
| Président de l'association des actionnaires salariés et anciens salariés, membre de la commission consultative d'épargnants du collège de l'AMF | Secteur financier |
| Secrétaire Général, responsable contacts analystes et investisseurs | Transport & Logistique |
| Président de l'association des actionnaires salariés et anciens salariés et du conseil de surveillance du FCPE | Industrie |
| Président de l'association des actionnaires salariés et anciens salariés et du conseil de surveillance du FCPE | Industrie |
| Directeur Commercial et Marketing "Epargne Entreprise" | Secteur financier |
| Directeur des affaires juridiques et fiscales | Secteur financier |
| Vice-président de l'association des actionnaires salariés et anciens salariés | Secteur financier |
| Délégué général | Organisme de promotion de la gestion participative |
| Directeur actionnariat salarié et épargne salariale | Industrie |
| Responsable de l'association des actionnaires salariés | Industrie |
| Salarié actionnaire | Secteur financier |
| Responsable de l'association des actionnaires salariés | Secteur financier |
| Directeur Administratif et Financier | Bâtiment |
| Vice-président de l'association des actionnaires salariés et anciens salariés, membre du conseil supérieur de la participation | Services de télécommunications |
| Sénateur | Politique |
| Directeur de l'Epargne Salariale et de l'Epargne Retraite | Organisation professionnelle de la gestion pour compte de tiers |
| Responsable communication | Organisation professionnelle de la gestion pour compte de tiers |
| Directeur du pôle finances gestion | Services de formation aux entreprises |
| Directeur de la Stratégie | Services informatiques |
| Secrétaire Général | Organisme européen de promotion de l'actionnariat salarié |

Les entretiens sémi-directifs d'une durée d'une heure et demi en moyenne, enregistrés avec l'accord des professionnels rencontrés et retranscris ensuite intégralement sont présentés dans le tome deux de notre thèse de doctorat. Le guide d'entretien est présenté en annexe (cf. annexe 11). En tout nous avons réalisés et enregistrés 20 entretiens, les 30 heures d'enregistrement ont été retranscrites sur 400 pages de texte (cf. le 2ième tome de la thèse).

Le corpus de 400 pages de textes de discours des professionnels et des experts de la participation et de l'actionnariat salarié a ensuite été analysé selon la méthode de l'analyse de contenu thématique afin de mettre en évidence les principales observations et préoccupations actuelles des entreprises françaises.

L'observation des pratiques au sein des entreprises ayant mis en place des dispositifs d'actionnariat salarié revêt un grand intérêt : il est ainsi possible, d'une part, d'analyser la place respective des différents acteurs économiques dans les mécanismes conduisant à la performance et d'autre part, de mettre en évidence les contextes d'action au sein desquels ces mécanismes prennent place.

Il s'agit ainsi d'être capable de replacer les logiques d'action dans le contexte général du système de relations professionnelles. Nous allons maintenant présenter la démarche méthodologique adoptée.

## B. Présentation de la démarche méthodologique retenue

La méthode retenue doit favoriser une meilleure appréhension de la réalité. Il s'agit de vingt entretiens sémi-directifs dans le but de répondre à trois objectifs principaux :

1. Acquérir une connaissance de la réalité afin de donner du « sens » aux résultats statistiques obtenus,
2. Identifier certaines dynamiques relationnelles et repérer les déterminants intra-organisationnels pouvant agir sur la performance,
3. Confronter le deuxième groupe d'hypothèses théoriques sur les effets socio-cognitifs de l'actionnariat salarié aux discours des acteurs professionnels.

Notre démarche repose sur une volonté de d'analyser rigoureusement la teneur de nos vingt entretiens en adoptant une procédure classique d'exploitation de matériau qualitatif.

L'exploration en profondeur des effets socio-cognitifs de l'actionnariat salarié suppose de travailler sur un échantillon assez important, avec un souci de représentativité au sens statistique du terme. Nous avons procédé à un « *échantillonnage d'individus selon le principe de la diversification externe* » (Pires, 1997). L'objectif de notre démarche est de réunir des membres de la direction ainsi que des salariés-actionnaires des grandes entreprises françaises cotées, appartenant à différents secteurs d'activités, afin de recueillir leur avis sur le fonctionnement de l'actionnariat salarié. Nous avons aussi rencontrés les représentants des organismes de gestion d'actifs ou bien de promotion de la gestion participative et de l'actionnariat salarié, ainsi qu'un responsable politique afin d'avoir une vision institutionnalisée du dispositif de l'actionnariat salarié et de sa place dans l'économie française moderne.

Cette diversité des personnes rencontrées et interviewées lors de cette étude empirique nous a permis d'avoir une vision globale des relations et des interactions organisationnelles issues de l'implémentation de l'actionnariat salarié par les grandes entreprises françaises cotées. La plupart des entretiens ont été réalisés en mars-avril 2008, dans les locaux des entreprises ou des organismes rencontrés.

### a) La collecte des données qualitatives

Afin de collecter des informations permettant d'enrichir l'analyse statistique et faciliter l'interprétation de nos résultats, il a semblé pertinent d'utiliser l'entretien semi-directif. En effet, la compréhension des phénomènes observés suppose une approche dirigée, afin de créer un échange entre le chercheur et l'interviewé sur les principaux thèmes issus de la revue de la littérature théorique. Le recours à l'entretien semi-directif est très largement utilisé en sciences de gestion et a pour objectif d'explorer en profondeur la perception, les représentations ou les attitudes des acteurs économiques.

Cette approche a nécessité la construction d'un guide d'entretien comportant une liste des thèmes devant être abordés au cours de l'entretien (Mucchielli, 1991).

Ces thèmes reprennent les grands axes de la problématique de recherche. Il s'agit notamment d'identifier les processus socio-cognitifs qui peuvent se mettre en place suite à une politique d'actionnariat salarié volontariste et l'impact sur la création de valeur et sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise. Pour chaque thème, des formulations plus précises ont été envisagées pour approfondir les entretiens. Toutefois, la structure des guides d'entretien est relativement souple pour pouvoir développer des propos

intéressants à un moment ou à un autre, permettant ainsi à la discussion de rester spontanée et continue. Car comme rappelé par Laroche (2002), « *il n'existe pas de recherche sans présupposés. Lorsqu'ils préparent leurs interviews, les chercheurs auront, et doivent avoir, quelques questions générales à l'esprit ; et plus ils mènent d'interviews, plus ils voient de constantes dans les données, plus il est probable qu'ils auront le désir d'utiliser cette compréhension appuyée sur l'investigation pour explorer certaines directions plutôt que d'autres* ».

Les thèmes devant être abordés plus ou moins directement au cours des entretiens reprennent les principales hypothèses du modèle de recherche.

Un premier axe de questionnement général aborde le mécanisme de l'actionnariat salarié comme un phénomène « encastré » socialement, co-construit par les différents acteurs politiques et économiques.

Le deuxième thème ayant émergé lors de l'étude empirique, c'est le rôle de l'actionnariat salarié comme facteur favorisant l'innovation et le développement du capital intellectuel de la firme. L'objectif est ici de mettre en évidence les effets de l'actionnariat salarié comme outil de recrutement et de fidélisation de salariés.

Une troisième thématique aborde plus particulièrement la question de l'implication philosophique des dirigeants envers l'actionnariat salarié et l'impact sur la conception et la mise en place des dispositifs d'actionnariat salarié.

Le quatrième thème concerne l'incidence de l'actionnariat salarié sur l'émergence de la confiance organisationnelle et sur le renforcement du capital social de l'entreprise, éléments facilitateurs de la coopération et de l'action collective au sein de la firme.

Enfin, le dernier thème abordé avec nos interlocuteurs est celui du rôle cognitif de l'actionnariat salarié dans la gouvernance d'entreprise. Les interrogations portent sur la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration de l'entreprise et tentent d'examiner l'influence de l'actionnariat salarié sur la diffusion de l'information et sa contribution au management de l'intelligence collective.

Les questions portent sur les aspects positifs et négatifs de l'actionnariat salarié à la française. D'autres questions sont relatives à la perception des acteurs de l'entreprise, afin de saisir comment ceux-ci envisagent l'actionnariat salarié.

L'objectif est d'identifier les effets socio-cognitifs de l'actionnariat salarié et de voir en quoi l'actionnariat salarié favorise la performance organisationnelle, comme le laissent supposer nos résultats statistiques.

La mise en perspective des résultats des analyses statistiques et des discours des professionnels est supposée apporter des éléments de compréhension plus en profondeur quant aux effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises françaises cotées. Cette mise en perspective s'attache à donner des éléments d'explication sur la manière dont sont introduits les changements dans l'entreprise en présence d'actionnariat salarié.

Les entretiens ont duré en moyenne près d'une heure et demi par personne rencontrée, compte tenu du nombre et de la complexité des thèmes abordés, et nécessité l'usage d'un dictaphone pour l'enregistrement qui a permis une retranscription intégrale de tous les entretiens.

Il convient de souligner que des entretiens plus « informels » ont été réalisés à l'occasion de discussions dans le cadre des Grand Prix de l'AS (ces entretiens n'ayant pas fait l'objet d'un enregistrement, n'ont donc pas été retranscrits). Ces entretiens – réalisés avec des personnes différentes, travaillant dans des secteurs d'activités très différents aussi – ont fourni des informations importantes, complémentaires aux entretiens enregistrés, confirmant souvent les observations et les propos des personnes ayant accepté de nous accorder un entretien formel.

### b) L'exploitation des données qualitatives : l'analyse thématique de contenu

L'analyse thématique de contenu a été retenue pour analyser la teneur des entretiens.

L'analyse de contenu est une technique de recherche pour la description objective, systématique et quantitative du contenu manifeste des communications ayant pour buts de les interpréter. Les méthodes d'analyse de contenu sont nombreuses et ne répondent pas toutes au même objet. Comme le rappelle Mucchielli (1991, p. 59), « *certaines sont tout à fait quantitatives puisqu'elles débouchent sur des comptages, des pourcentages et des statistiques* », *d'autres relèvent du domaine qualitatif, en mettant en œuvre « les capacités d'induction et de généralisation de l'intelligence humaine* ».

Le déroulement de l'analyse de contenu réalisée se présente de la manière suivante. Après avoir retranscrit intégralement l'ensemble des entretiens, nous avons privilégié une analyse thématique de contenu, centrée sur le sens et l'importance donnés à une thèse au regard de la problématique, du contexte, etc.

Conformément à la plupart des travaux utilisant l'analyse de contenu, nous avons utilisé l'analyse thématique qui « *fonctionne par opérations de découpage du texte en unités*

*puis en classification de ces unités en catégories selon des regroupements analogiques* » (Bardin, 1986).

Au lieu de nous fonder sur l'ensemble des entretiens afin d'élaborer une grille de catégories thématiques, nous avons préféré partir des déterminants proposés par notre modèle de recherche comme constituant les thèmes « *référents* » autour desquels ont été regroupés tout ce que les personnes exprimaient. La grille thématique a donc été élaborée à priori, à partir des résultats de recherche obtenus.

Enfin, l'interprétation des résultats « *consiste à prendre appui sur des éléments mis au jour par la catégorisation pour fonder une lecture à la fois originale et objective du corpus étudié* » (Robert & Bouillaguet, 1997). Cette interprétation repose sur une analyse qualitative, dont l'objectif est d'apprécier l'importance des thèmes dans le discours. « *En révélant l'importance de certains thèmes dans les discours, l'analyse de contenu suggère des explications aux comportements des auteurs des discours analysés où à leurs stratégies* » (Allard-Poesi, Drucker-Godard, & Ehlinger, 1999).

La méthodologie de l'analyse thématique de contenu invite le chercheur à réfléchir à partir de la connaissance de lui-même, de l'expérience qu'il a du terrain, de sa pratique, également à partir de témoignages, de discours, de textes ou de récits établis *ex nihilo*. Mettre en œuvre des méthodes empiriques et inductives de codification, pour étudier les représentations mentales, multiplie certes les difficultés. Mais accepter de faire face à ces difficultés, c'est permettre à la science de sortir de son enfermement idéologique pour investiguer les véritables savoirs qui sont mis en œuvre par les acteurs de la société actuelle, en confrontant ainsi la littérature théorique au discours et à la perception de la réalité par les professionnels.

L'analyse du discours des acteurs doit nous permettre de révéler les préoccupations et les actions des professionnels, l'objectif étant de mieux comprendre le lien existant entre l'actionnariat salarié et la création de valeur par les entreprises françaises cotées.

Les comportements, les actions et les interactions entre les individus sont souvent déterminants pour améliorer l'efficacité de l'organisation. Les facteurs explicatifs présentés dans le modèle de recherche (cf. chapitre 4), qui ont fait l'objet d'un test statistique, dans un premier temps, vont être confrontés aux discours des acteurs afin de mettre à jour les mécanismes pouvant agir au sein de l'entreprise, notamment en ce qui concerne les caractéristiques de l' l'actionnariat salarié et la nature de la coopération entre les acteurs économiques.

# ANALYSE DES RESULTATS

Nous allons reprendre ici les principaux thèmes identifiés suite à notre analyse socio-cognitive du rôle que le dispositif d'actionnariat salarié peut jouer, étant un mécanisme « *co-construit* » par les acteurs (sous l'influence de « *l'implication philosophique* » des dirigeants), comme un facteur « *producteur* » de capital social permettant d'entretenir et de développer le capital intellectuel de la firme grâce, entre autres, au rôle cognitif important que peuvent détenir les représentants des actionnaires salariés dans un conseil d'administration « hybride » au sein de la firme.

## A. Actionnariat salarié, phénomène « encastré » socialement et politiquement

Les extraits sélectionnés ci-dessous rappellent l'historique de l'évolution de l'actionnariat salarié dans le contexte français, ces différents témoignages permettant d'illustrer le fait qu'effectivement, comme souligné par les chercheurs du courant « institutionnaliste » (DiMaggio & Powell, 1983 ; Allouche & Huault, 2006), l'actionnariat salarié est un phénomène « *encastré* » dans les décisions des acteurs de la vie socio-économique et politique. Ils soulignent l'imbrication du politique et de l'économique, puis la co-construction de la réalité par les acteurs, car la réalité n'est pas « *donnée* », mais construite socialement, économiquement et politiquement (Huault, 2002).

### a) Actionnariat salarié, mécanisme co-construit par les acteurs

Nous avons vu que la théorie néo-institutionnelle remet en cause le cadre d'analyse néo-classique fondé sur l'optimisation rationnelle des actions individuelles des agents économiques. Les travaux de Granovetter (1985) ont mis en évidence le fait qu'il ne faut plus prendre comme point de départ de l'analyse l'agent isolé, pais plutôt les interactions

des agents pris dans un contexte social plus large. Ainsi, nous pouvons voir que l'actionnariat salarié occupe une place importante dans les entreprises modernes en réponse aux défis de la nouvelle structuration des relations économiques au sein de la nouvelle économie des connaissances (Boutiller & Uzundis, 2006).

**Encadré 9 : Actionnariat salarié, mécanisme co-construit par les acteurs**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°8)*

Dans le schéma que De Gaulle avait créé, on était à un système complètement innovant puisqu'il refusait à la fois la vision capitaliste pure et dure et la vision marxiste. Il considérait (…) qu'en fait il fallait créer une nouvelle structure de gouvernance de l'entreprise où on avait la société des ouvriers, on avait notre société des actionnaires, et l'ensemble (…) avait une relation sur l'évolution de la stratégie de l'entreprise, etc. (…) C'est-à-dire qu'on devait avoir la fin de l'antagonisme entre le capital et le travail, parce que les uns apportaient la force de leur travail et de leur compétence, les autres leurs capitaux, et pour lui il y avait pas de dialectique qui opposait les intérêts, mais il pensait que c'était possible de les réconcilier dans la mesure où chacun devait comprendre que l'autre avait aussi un rôle important. (…) Comme l'actionnariat d'ailleurs populaire en France, qu'on a largement développé dans les privatisations, c'était une manière de dire: « *on va donner dans un cadre libéral la capacité aux salariés, mais aussi aux Français, de se réapproprier en partie les moyens de productions* ». (…) Donc (…) dans l'économie de marché on renforçait la composante « travail » pour se rééquilibrer par rapport au « pouvoir des actionnaires ». Donc, on pouvait, en développant l'actionnariat, et notamment l'actionnariat salarié, avoir une partie du capital des entreprises détenue par les ouvriers et les salariés. (…)

Donc, De Gaulle a lancé cette idée de la participation, et la participation au départ était dans l'optique de favoriser la détention d'actions. Voilà… Mais, personne ne souhaitait véritablement la mise en place de cette vision : ni le patronat, parce que pour lui c'était la remise en cause des droits des actionnaires et des droits de propriété et puis on était quand même dans un climat… après la sortie de la guerre, on est rentré quand même dans la guerre froide, donc tout ce qui était un peu système de… pour eux c'était les Soviets dans l'entreprise. Et les syndicats (…) ne voyaient pas de bon œil ce système là, parce que pour eux la justification de la lutte syndicale ne pouvait reposer que sur l'antagonisme des intérêts. (…) Donc personne ne voulait en fait de la participation : ni le patronat, ni les syndicats.

Et De Gaulle l'a maintenue, en 1967, après un premier échec avec l'intéressement des salariés en 1949, en forçant donc les entreprises ayant plus de cent salariés à mettre en place la participation. (…) Dans l'esprit des fondateurs de la participation, c'était dans l'optique de prendre des actions des entreprises. Et l'idée de Lachaux qui est un des inspirateurs de cette vision-là (…) c'était de dire : « *comme on ne peut pas rémunérer pour reconstruire la France les salariés à la hauteur de l'effort qu'on va leur demander, on va leur distribuer tous les ans des actions et au bout de 20 ans on va leur donner un pourcent de rémunération qu'on leur doit mais qu'on ne peut pas payer en tant que tel, on va leur donner en actions... Dans 20 ans la classe ouvrière et salariés français auront 20% du capital et des actions de leurs entreprises* ». (…) Mais bon… ça ne s'est pas fait pour les raisons que je vous ai évoquées… C'est que Pompidou (qui a été le premier-ministre de De Gaule) a bloqué sur la participation, puisqu'il voulait même la mettre à 2 000 salariés. Donc De Gaulle l'a forcé à l'amener à 100 personnes. Mais de la manière où Pompidou a retraité les textes, il en a fait quelque chose qui était finalement une dimension de rémunération différée quoi… Donc, tout le côté actionnarial s'est estompé.

**Encadré 10 : Actionnariat salarié, mécanisme co-construit par les acteurs (suite)**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°1)*

« Ce qui (…) a permis (à l'actionnariat salarié) de prendre un essor convenable, c'est la philosophie de De Gaulle sur la participation. (…) Et nous, nous avons poussé plus loin le processus. De Gaulle avait surtout parlé de la prise de capital par les salariés et au moment des ordonnances de 1968-69, je crois qu'il a parlé d'intéressement des salariés au bénéfice de l'entreprise. Nous avons poussé un peu plus loin au titre du capital détenu par les salariés : non seulement nous avons le droit à un intéressement puisque les bénéfices sont fabriqués par les salariés grâce au capital apporté par les actionnaires, mais on a le droit aussi de participer à la gouvernance de l'entreprise, à la gestion de l'entreprise, là nous avons été novateurs, on a demandé à avoir des représentants au conseil de l'entreprise. (…) On a donc fait voter par le parlement dans les lois de dénationalisation qu'il y aurait dans ces cas-là une part du capital qui serait réservée pour les salariés et anciens salariés des entreprises qui sont remises sur le marché.

### b) Raisons du choix de l'actionnariat salarié par les entreprises

L'analyse des entretiens réalisés met clairement en évidence le fait qu'il existe plein de raisons à la mise en place de l'actionnariat salarié dans une entreprise – « *des raisons avouables et moins avouables (…). Ça peut aller du plus banal, puisque les autres le font, il faut le faire, pourquoi pas, puis voilà une bonne époque pour le faire, etc. Jusqu'à une vraie conviction de l'entreprise bien ancrée qui consiste (…) à faire des plans à moyen terme, à avoir une vraie politique d'actionnariat salarié. Je crois qu'on voit tous ces cas de figure. Une des raisons, c'est une raison financière et l'abondement qu'on met là-dedans permet, pour l'entreprise effectivement, de transmettre le maximum d'argent aux salariés de manière la plus optimale par rapport à la fiscalité. Donc, ça c'est une excellente raison* » (interviewé n°10).

Parmi les raisons ayant favorisé la mise en place de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises cotées, les facteurs cités le plus souvent sont la nécessité de fédérer les salariés, à travers une meilleure cohésion, un plus grand attachement à l'entreprise, l'optimisation de la politique de rémunération de l'entreprise, la volonté de faire de la pédagogie et de diffuser de la culture économique et financière, puis le souci de certains groupes qui peuvent avoir leur capital dispersé, opéable, de faire émerger un noyau dur d'actionnariat stable permettant de se défendre en cas d'OPA hostile : « *(à l'origine, les dirigeants) ont considéré que l'actionnariat salarié était de toute façon un facteur de cohésion de l'entreprise, facteur d'adhésion à ses valeurs. (…) Aujourd'hui (…) il y a une*

*autre préoccupation qui se fait jour : l'actionnariat salarié, c'est un facteur de défense de l'entreprise contre d'éventuels prédateurs. Je crois que l'exemple de la Société Générale, il y a une dizaine d'années, a laissé des traces. (…) Je dirais, un facteur de cohésion, y compris au plan international, parce que le capital, enfin, l'ouverture du capital a été faite non seulement au profit des salariés en France, mais aussi des salariés à l'étranger*» (interviewé n°14).

Il s'avère ainsi que « *les buts de l'entreprise vis-à-vis de l'actionnariat salarié sont divers et variés, certaines en profitent pour consolider, raffermir ou même créer une espèce de lien entre tous les salariés du groupe pour qu'ils aient au moins une référence commune. Mais ça peut être tout simplement, cela coûte moins cher à l'entreprise de faire appel aux économies du salarié qu'à celles du marché (…), c'est quand même une épargne peu coûteuse pour l'entreprise. (…) Il peut aussi y avoir des motifs beaucoup plus nobles : intéresser les salariés à la marche de l'entreprise : « maintenant quand je quitte mon bureau, j'éteins ». C'est tout bête, mais maintenant c'est important pour lui. Les salariés sont plus motivés (…), c'est une prise de conscience du personnel, prise de responsabilité qui est très saine* » (interviewé n°1).

**Encadré 11 : Raisons du choix de l'actionnariat salarié par les entreprises**

« Tout d'abord, *associer le salarié aux résultats de l'entreprise*, en dehors de participation et intéressement qui sont des choses classiques, mais cela permet d'intéresser le salarié autrement aux résultats de l'entreprise » (interviewé n°4).

« C'est-à-dire que faire en sorte que les salariés profitent de la croissance de leur entreprise, soient directement indexés là-dessus au travers de ce mécanisme d'actionnariat, je pense que c'est très vertueux, je pense que c'est très vertueux sur du moyen et long terme » (interviewé n°5).

« Je peux observer ce que disent les entreprises. Et donc, si je vois les 2500 grandes entreprises (européennes avec actionnariat salarié), l'expression « *la motivation* » est presque stéréotypée. Il y a une *quasi-unanimité pour considérer que ça augmente la motivation, c'est bon pour les performances*. Je vais dire qu'à la limite c'est presqu'un discours qui est devenu un discours convenu, tellement c'est entré dans les esprits et dans les politiques des grandes entreprises. Il y a, il y a quasiment plus d'exceptions ! (…) Maintenant, quelle est la démarche la plus courante des entreprises, c'est de commencer par le top, donc de commencer par se dire qu'on *cherche à aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, et donc on veut que les dirigeants exécutifs soient actionnaires*. C'est quelque chose qui a pris toutes sortes de formes et des formes de plus en plus consistantes. Typiquement, en Grande-Bretagne, depuis 2003-2004, se sont imposés à peu près partout ce qu'ils appellent les *shareholding guidelines*, donc il y a des contraintes de détention d'actions par les dirigeants exécutifs, en général, un, deux, trois ans, parfois plus, de salaire annuel à détenir sous forme d'actions. Ça a été, *ça a été très efficace, ça a vraiment poussé à un actionnariat important des dirigeants* dans les entreprises anglaises. Bon, est-ce qu'on peut en déduire des changements de comportement et des choses comme ça ? Je pense qu'il y a encore toujours beaucoup de choses à discuter là-dedans » (interviewé n°20).

« A mon sens, il y a deux logiques (…) : il y a les *entreprises qui ont vraiment besoin d'un noyau dur d'actionnariat salarié important*, type Bouygues, Eiffage, qui ont besoin d'un noyau qui stabilise leur actionnariat plutôt dispersé et qui les aide en cas d'OPA aussi, on a vu avec la Société Générale aussi il y a

quelques années (…). Donc, il y a une utilisation dans le sens vraiment « *j'utilise aussi la capacité d'épargne des salariés pour créer une entité qui soit mieux protégée* », mais en parallèle, ça protège aussi les salariés qui se retrouvent moins à la merci du rachat de leur entreprise par une entité éventuellement étrangère qui n'a pas les mêmes intérêts de maintien de la localisation ou autre. Et puis, *il y a aussi dans beaucoup d'entreprises une volonté de pédagogie et d'insuffler une culture économique dans l'entreprise*. Moi, j'étais souvent frappé, quand on voit les directeurs de l'actionnariat salarié de certains grands groupes, il y a tout un message autour de la rentabilité, comment se fabrique le profit, comment évolue le cours de bourse, pourquoi est-ce qu'on distribue tel montant de dividendes et donc tel montant de dividendes aux salariés aussi. Il me semble que c'est assez présent, par exemple, chez Auchan ou dans les groupes de distribution au sens large, cette tradition. (…) Il y a deux raisons principales, à mon avis : la nécessité d'avoir un actionnariat stable quelque part, un peu protecteur, et la volonté de faire de la pédagogie et de diffuser de la culture économique et financière. Les deux d'ailleurs se rejoignent. Mais c'est, à mon sens, c'est les raisons qu'on voit ou qu'on entend les plus souvent » (interviewé n°16).

Le changement d'attitudes est souvent mentionné par les professionnels, en citant plus particulièrement le cas des entreprises ayant mis en place des plans d'actionnariat salarié lors du mouvement de privatisations dans les années 90.

« On a vu que les mentalités avaient changé. (…) Là où avant, c'était de l'argent public. (…) C'est-à-dire des gens qui étaient beaucoup plus soucieux du jour au lendemain de la bonne marche de leur entreprise, tout simplement parce qu'ils étaient devenus actionnaires de leur entreprise. (…) Quand vous êtes actionnaire, là vous savez que chaque euro qui va être dépensé, gaspillé dans la journée, ça sera du résultat en moins, ça sera du dividende en moins et ça sera de la valorisation de votre titre en moins. Donc, il y a un vrai changement - objectivement - d'état d'esprit (…) effectivement, des comportements. Alors, il faudrait faire une analyse sociologique un peu plus poussée que ce que je vous dis. Moi je vous dis ce que j'ai observé, et dans différentes entreprises… Le cas de XYZ était plus révélateur parce que passant d'un statut public à un statut privé. (…) Donc forcément, ça transforme une entreprise. Forcément. Qu'on veuille ou non, ça la transforme. (…) Je suis certain que ça fait bouger les mentalités, ça fait bouger les comportements, bien plus qu'il n'y paraît quoi… » (interviewé n°5).

La volonté de faire de la pédagogie et de diffuser de la culture économique et financière, en expliquant aux salariés les contraintes et les enjeux liés à l'économie mondialisée en transformation actuellement, revient aussi régulièrement dans les discours des professionnels rencontrés.

**Encadré 12 : Faire de la pédagogie pour donner du sens à l'action collective ?**

« Je crois que dans l'entreprise, c'est ça que les gens cherchent à faire passer : c'est à travers l'actionnariat salarié, donc le sentiment d'être aussi un peu propriétaire de son entreprise, comment s'organise le mix entre les dépenses et les recettes, surtout la partie recettes, puisque c'est ensuite là-dessus que les managers vont pouvoir peser sur une plus grande motivation, un intérêt à la fabrication des produits innovants, un intérêt à la constitution du profit, comment se crée le bénéfice dans l'entreprise, et *in fine* une compréhension sur le partage de ces bénéfices entre un peu d'impôts, un peu d'investissement, un peu d'autofinancement, et puis, et puis des dividendes pour les actionnaires. (…) Il me semble que c'est le message que les gens essayent de faire comprendre parce que, du fait de notre histoire où l'État était omniprésent depuis 60 ans sur plein de

sujets, dans la sphère publique et dans l'éducation, c'est mal expliqué ou ce n'est pas expliqué » (interviewé n°16).

« Une autre raison, c'est de vouloir sensibiliser les salariés aux résultats, on leur fait comprendre que le titre, il va évoluer certes en fonction d'un environnement de marché, mais l'entreprise aussi va évoluer en fonction de cet environnement de marché. On le voit bien : si le marché se dégrade, l'économie se dégrade et ça va avoir un impact sur le titre et donc les salariés vont être sensibilisés. Et puis, c'est aussi un moyen de dire, si au contraire la situation économique est bonne, que l'entreprise fait des résultats, et bien on va donner au salarié une partie de ces résultats parce que l'action va progresser en bourse, le dividende va être meilleur, donc ce qu'on est prêt à donner en terme de dividendes à nos actionnaires *lambda* qui ne sont pas salariés, et bien nos actionnaires salariés vont avoir la même chose. Et donc là c'est plutôt la notion de convergence et puis on va dire de confort social vis-à-vis de mes salariés, c'est à dire « *je veux que mes salariés profitent de l'expansion de mon entreprise* » (interviewé n°6).

« Enfin on pourrait dire une (autre) raison (peut-être pas dans toutes les entreprises) c'est d'éveiller les salariés aux réalités du monde actuel, aux réalités financières du monde actuel. Puisque aujourd'hui, on ne parle que d'EBITDA ou des choses comme ça. Si les patrons parlent d'EBITDA, c'est qu'ils ont leurs raisons (…) qui sont que l'environnement est très financier. Et donc il faut que les salariés puissent parler le même langage. (…) Ça permet de comprendre son entreprise, ça permet de comprendre pourquoi on vient de prendre telle ou telle décision. Ça permet de s'y opposer aussi de manière pertinente. (…) C'est un aspect qui est important, c'est la formation des salariés à un environnement qui a beaucoup changé. Un président ne parle plus de ce que produit l'entreprise, il parle de finance, je caricature, ce n'est pas tout à fait vrai » (interviewé n°10).

En même temps, notre étude de terrain nous a permis de comprendre le fait que dans certaines grandes entreprises françaises, la mise en place *récurrente* des dispositifs d'actionnariat salarié fait vraiment partie d'une stratégie plus ambitieuse visant à renforcer la cohésion au sein de l'entreprise, cherchant à impliquer les salariés en posant les contours d'un contexte favorisant l'émergence d'une plus grande confiance au sein de l'entreprise.

Comme par exemple, dans cette entreprise de services ayant une très forte présence d'actionnariat salarié dans sa structure de capital, le dirigeant que nous y avons rencontré nous expliquant que « *ce n'est pas un système qui a été mis en place au gré des évolutions législatives, mais un système mis en place au moment où le groupe tel qu'il existe actuellement s'est constitué. Au début, cela a été mis en oeuvre comme étant un des éléments fondamentaux du projet d'entreprise. […] Nous sommes ici dans un groupe où une majorité du capital est entre les mains du management et des salariés. C'est-à-dire qu'une partie de l'encadrement détient aussi un nombre important d'actions, ce qui veut dire qu'à tous les niveaux de l'entreprise, la responsabilisation et la capacité à rechercher la performance est fondamentale puisque finalement tout le monde y est intéressé. Autrement dit, ça met un facteur complémentaire par rapport à la simple appréhension de ce qu'est la notion d'actionnariat salarié* » (interviewé n°2).

Pourtant, ceci n'est pas simplement caractéristique aux différentes entreprises de services (informatique, logistique, formation) dont nous avons pu étudier la politique d'actionnariat salarié lors de notre enquête empirique.

Parce que les dirigeants de certaines entreprises du secteur industriel (matériaux de construction, BTP) ont aussi partagé le fait que l'actionnariat salarié est un élément important de la stratégie de leur entreprise.

L'encadré suivant nous permet d'évoquer l'exemple de l'entreprise Saint-Gobain, le dirigeant que nous avions interviewé ayant expliqué que la direction de ce groupe déployait tout un ensemble des moyens pour appuyer le développement de l'actionnariat salarié et pour maintenir son positionnement central dans la stratégie du groupe.

**Encadré 13 : Actionnariat salarié chez Saint-Gobain**

L'actionnariat salarié a sa place dans la stratégie du groupe Saint-Gobain, qui chaque année est réactualisée de manière tout à fait formelle, donc ce n'est pas quelque chose de banal. Cela correspond à la croyance profonde de notre Président qui est de dire : « *moi, j'ai envie que les salariés soient associés au capital de l'entreprise parce que je crois qu'en opérant de cette manière, je vais avoir un personnel plus impliqué dans la société, plus dédié à la recherche de l'amélioration des résultats ; mais en même temps, ce n'est pas qu'un marché égoïste parce que les salariés eux-mêmes vont bénéficier à titre personnel de ces progrès économiques de l'entreprise auxquels ils auront contribués* » .

Chez nous, l'actionnariat salarié a été inscrit comme un des éléments de la stratégie, mais du coup, le groupe a déployé des moyens à l'appui de cela.

Par exemple, vous avez un moyen institutionnel : le groupe a décidé que l'actionnariat salarié serait représenté au Conseil d'Administration. Par décision, oui, on va désigner, co-opter d'abord puis faire élire par l'Assemblée Générale, le représentant des actionnaires salariés au Conseil d'Administration. Et cet homme ou cette femme aura les mêmes droits et devoirs évidemment qu'un autre administrateur. Donc cette personne-là, dans le Conseil d'Administration de la compagnie, peut porter tous les messages qu'elle veut. Et s'il y a des messages à porter, par exemple, sur un problème de motivation, un problème d'incohérence entre le discours et l'action, sa responsabilité c'est aussi de le porter là. C'est un moyen institutionnel qui montre que l'on va au bout de la démarche.

Je vais donner un autre exemple : notre Directeur Général fait des rencontres de cadres régulièrement dans l'année, en France ou à l'étranger. C'est organisé de la même manière où à un moment, il expose la stratégie. Il ne manque jamais de mentionner cette partie-là. Si ce n'était pas quelque chose d'ancré, ça serait quand même facile dans une stratégie qui est complexe, qui traite de la mondialisation, des coûts de l'énergie, de notre positionnement passé et futur, cela serait facile d'occulter ça. Il prend le temps de (…) positionner l'actionnariat salarié comme un des éléments de la stratégie » (interviewé n°3).

Comme expliqué précédemment, du point de vue des auteurs néo-institutionnalistes, les comportements des firmes relèvent d'une rationalité d'un ordre différent de celui de la

rationalité économique (Huault, 2002). L'extrait suivant permet de rendre compte en effet du « *mimétisme* » institutionnel possible en ce qui concerne l'adoption des pratiques d'actionnariat salarié par certaines grandes entreprises françaises cherchant à se conformer à leur champ organisationnel.

L'analyse que nous venons de faire des raisons de la mise en place du mécanisme d'actionnariat salarié par les grandes entreprises françaises cotées démontre ainsi que l'actionnariat salarié sert principalement à faire participer les salariés au capital de leur entreprise, elles cherchent surtout à associer les salariés aux résultats de l'entreprise, cette participation financière étant par ailleurs une source de financement non-négligeable pour l'entreprise.

**Encadré 14 : Adoption de l'actionnariat salarié par « mimétisme » ?**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°5)*

*Question : Vous dites qu'il ne faut pas vouloir faire comme les voisins, voulez-vous dire avoir remarqué un effet de mode en quelques sortes ?*

*Réponse :* Bien sûr, bien sûr, bien sûr… Mais oui, parce que si vous voulez… c'est toujours très tendance, ah ? Quand vous avez une entreprise à coté qui fait des choses… Bah déjà vous allez avoir le président qui va se réveiller un matin et va lire dans la presse… Le président d'une boîte concurrente ah ? (…) Il va lire dans la presse que tel voisin a fait ça. Il va immédiatement se retourner vers son DRH et va dire : « *Pourquoi nous on y a pas pensé ? Pourquoi nous on ne le fait pas* ? »… Et là il va falloir essayer de le justifier et ça va pas être simple… Bon… Parce que… objectivement, il y a plein de vertus… Après… elles sont vraies, elles sont quantifiées ou elles le sont pas, peu importe, mais… sur le papier, il y a plein d'avantages à le faire… Bon… Donc, expliquer déjà à son président qu'on ne l'a pas fait et que c'est une mauvaise idée, il faut pas le faire, c'est pas facile… Voilà, et l'effet de mode s'enchaîne quoi, enfin ça peut aller assez vite. Et puis après, vous dépassez le stade de simples concurrents, après vous avez une entreprise qui n'a plus rien à voir dans le marché, qui va dire « *tiens, au fait* »… Bon… Et puis, après on est aussi dans un monde assez fermé, tout le monde discute avec tout le monde, donc c'est un peu moutonnier notre truc, ah ? Les directeurs financiers ont leurs cercles, les DRH ont leurs forums, ils ont leurs instances où ils parlent ensemble tous les jours… Ils discutent des opérations, de la technique, des pourcentages de réalisation, de la qualité des acteurs… Enfin, c'est un monde très petit en fait… très, très petit... Déjà sur le plan des acteurs (de gestion d'actifs d'épargne salariale), comme je vous l'ai dit, il y en a que quatre ou cinq et en actionnariat, il y en a peut-être plus que deux ou trois, de véritablement actifs… Voilà, donc dans un monde très fermé, c'est très moutonnier, et je dis ça sans être péjoratif.

*Question : Mais est-ce que ça reste quand même du « benchmarking positif »? Est-ce dû quand même à cette croyance partagée que « ça devrait être vertueux » qu'on le fait ? Ou bien on le fait juste parce que l'autre l'a fait ?*

*Réponse :* Oui, oui… (…) A la base, comme je vous le disais, en prenant l'exemple du Président qui va voir son DRH en lui disant « *pourquoi t'as pas fait ça* », c'est parce qu'effectivement, il n'y a pas d'objection…

La mise en place d'un noyau d'actionnariat stable et la volonté de faire de la pédagogie pour donner du sens à l'action collective viennent ensuite. L'actionnariat salarié peut ainsi être analysé comme une institution ayant pour but de faciliter les échanges et les interactions sociales au sein de la firme. Toutefois, nous avons pu aussi remarquer que dans certaines entreprises l'actionnariat salarié est un élément fondamental de la stratégie de l'entreprise et de la culture organisationnelle souhaitée et impulsée par la direction.

Nous allons bien évidemment chercher à approfondir ces aspects stratégiques par la suite, néanmoins, à ce stade de l'analyse, l'impression qui se dégage globalement de l'étude des caractéristiques de l'actionnariat salarié « à la française », c'est que très souvent, ce n'est pas un nouveau « mode de gouvernance », l'encadré 15 reprenant un extrait d'interview particulièrement démonstratif de ce dernier point.

### c) Tout sauf un mode de gouvernance ?

L'extrait de l'entretien qui suit résume extrêmement bien la philosophie et les enjeux économiques de l'actionnariat salarié dans cette période de transition d'une économie traditionnelle vers une nouvelle économie de la connaissance.

**Encadré 15 : De la philosophie et des enjeux de l'actionnariat salarié…**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°8)*

Ce n'est pas un modèle de gouvernance. Du moins, à majorité, ça n'est pas un modèle de gouvernance. Ça l'est pour quelques entreprises, comme Eiffage ou Steria si vous voulez… Parce que chez Steria par exemple, qui est une société d'informatique, ça a été *consubstantiel* à la création de la société. Monsieur Carteron qui a été le fondateur de Steria voulait dès le départ que tous les salariés deviennent actionnaires. Donc, pour lui c'était consubstantiel à la création de l'entreprise…

Mais, pour beaucoup d'entreprises, l'actionnariat salarié, ça reste non pas un mode de gouvernance, de démocratie actionnariale élargie si vous voulez ou de gouvernance partenariale si on va dans les termes un peu de gouvernance partenariale. Ça reste d'abord des opérations de communication qui permettent, notamment lorsque les groupes se développent beaucoup par croissance externe au niveau de la mondialisation, qui permettent de souder un peu le corps social qui vient de différentes origines et de différentes cultures, autour du projet d'entreprise.

Donc, c'est de grosses opérations de communication et de fédération. Ça n'est pas pour la majorité des entreprises un système de gouvernance partenariale. Même si la loi du 30 décembre a obligé les entreprises à avoir une représentation des actionnaires salariés en tant qu'administrateur à partir de 3% du capital. Mais on voit bien aussi que là le patronat est encore réticent à cette avancée : il y a un peu plus d'administrateurs

actionnaires salariés aujourd'hui que par le passé, mais on n'en est pas encore à une conception de gouvernance moderne.

Ce qui est paradoxal, parce que tout le monde s'accorde à penser que ce sont les actifs immatériels qui font la valorisation de l'entreprise, or les actifs immatériels ils ne sont pas matérialisés justement. Ils sont essentiellement virtuels et les actifs immatériels sont donc très liés au corps social. C'est le corps social qui est à la base des actifs immatériels : que vous prenez le capital relationnel ou le capital social, selon la Banque Mondiale, que vous prenez le capital client. (…) Tout le capital de compétence, d'organisation, etc est porté par le corps social.

Donc, dans une société de l'immatériel, de la connaissance, du savoir, qui sont celles du 21ième siècle, on n'aura pas, très-très peu d'actifs matériels, on aura que des actifs immatériels, plus ou moins révélés parce que les normes IAS 38 ne permettent pas d'externaliser réellement les actifs immatériels. Mais il n'en reste pas moins, quand on réfléchit deux minutes : on se dit qu'en fait, la valeur de ces firmes, c'est l'ensemble des capitaux portés par le corps social si vous voulez…

Donc, on devrait avoir des modes de gouvernance qui évoluent, mais on est dans un régime intermédiaire. Donc en réalité, on n'a pas été encore… On n'a pas tiré les conclusions de ce que représente le poids des actifs immatériels et leur pilotage. Parce qu'il y a un élément qui est important en finance, c'est que… on sait que ce sont des actifs très volatils... Donc il y a un niveau de risque élevé dans les actifs immatériels. Et on devrait avoir des systèmes de pilotage qui permettent justement de mesurer ces actifs et d'essayer de les piloter avec le corps social. Mais on n'en est pas, on reste encore en matière de pilotage financier très centré sur des agrégats référés aux valeurs matérielles. Le ROCE[100], c'est forcément si vous voulez un indicateur de base qui est très, je dirais, pertinent quand vous êtes dans une société capitalistique. Dans une société de l'immatériel, il faut le décoder d'une autre manière et c'est vrai que ce n'est pas évident d'arriver à se dire « *quel est le système du pilotage de l'immatériel* » ?

Je pense que le jour où on arrivera à mieux appréhender le poids de l'immatériel dans la valorisation d'une entreprise et la manière avec laquelle gérer ces actifs immatériels - de fait on comprendra que le corps social a une importance plus forte et qu'on aura d'autres cadres de gouvernance. Parce que c'est l'intérêt des actionnaires. Quand vous êtes dans une société du 20ième siècle ou du 19ième siècle, qui était très capitalistique, la légitimité des actionnaires portait sur la détention des actifs matériels. J'ai des usines, j'ai des machines - outils, vous n'avez pas beaucoup de qualification, vous travaillez à la chaîne, donc je peux vous remplacer facilement… Dans une société de l'intelligence, si vous prenez une société de biotechnologies, un bac + 9 qui est très en pointe sur un secteur de la biologie, c'est lui qui fait quand même la valeur de votre entreprise. Vous n'allez pas le considérer comme quelqu'un qui peut être facilement remplaçable… Au contraire, vous allez essayer de le fidéliser, etc. Donc, je pense que cette réalité, elle est en devenir, parce qu'on est dans une période intermédiaire entre l'ancienne économie et la nouvelle et on n'a pas tiré toutes les conséquences. Mais je crois que l'actionnariat salarié sera beaucoup plus un mode si vous voulez de management et de relation actionnariale répandu dans 30-40 ans, le temps que justement on se serait adapté à cette nouvelle réalité…

Par ailleurs, il permet aussi d'appréhender les défis actuels et futurs du point de vue de la recherche en sciences de gestion liés au fait que les chercheurs sont eux aussi confrontés à la difficulté de formaliser et de modéliser le poids des actifs immatériels dans la valorisation d'une entreprise.

[100] ROCE, Return On Capital Employed. Le ROCE est un indicateur financier évaluant l'emploi des capitaux investis. C'est un indicateur intéressant pour juger la performance financière d'une activité selon les standards du secteur. Le ROCE, c'est le ratio du résultat net avant intérêts et impôts, l'EBIT en fait, par les capitaux employés (capitaux propres, réserves et emprunts à long terme).

Puis, une deuxième difficulté intrinsèque à ces soucis de modélisation, c'est toute la réflexion autour des outils de gestion des actifs immatériels, et l'analyse du fonctionnement du mécanisme de l'actionnariat salarié en est un exemple éloquent.

## B. Actionnariat salarié et le capital humain de l'entreprise

Nous retrouvons donc cette préoccupation concernant la nécessité de valoriser le capital humain et intellectuel des salariés à travers l'utilisation de l'actionnariat salarié dans l'analyse des discours des professionnels rencontrés.

C'était un autre questionnement issu de notre analyse théorique socio-cognitive des effets organisationnels de l'actionnariat salarié : serait-ce un élément facilitant les processus d'apprentissage organisationnel (Koenig, 1994) en tant que « *phénomène collectif d'acquisition et d'élaboration de compétences qui modifie la gestion des situations et les situations de travail elles-mêmes* » ?

Nous avons vu que selon la littérature théorique, l'apprentissage organisationnel s'effectue au cours de multiples coopérations qui fondent l'activité économique de la firme, nécessitant « *des codes communs de communication et des procédures coordonnées de recherche de solutions* » (Dosi, Teece, Winter, 1990).

Dans cette perspective, l'actionnariat salarié devient important pour l'entreprise souhaitant en faire une sorte de « routine organisationnelle » permettant une acquisition plus facile de compétences, en créant par ailleurs un contexte organisationnel favorable à la construction des normes et des croyances partagées nécessaires à la coordination de la diversité des comportements individuels dans le sens de la construction de nouveaux savoirs collectifs.

Dans cette logique, l'interviewé n°3 dit « *pour moi, c'est évident. Une société a besoin de finances donc d'actionnaires, mais aussi d'hommes qui ont besoin de la faire tourner. C'est un véritable capital qu'il ne faut pas dilapider. Il faut donc l'entretenir, c'en est un moyen (parlant de l'actionnariat salarié). C'est le respect qu'on apporte aux hommes. Je suis certain qu'on peut combiner la recherche d'un progrès financier supérieur (donc plus d'exigences économiques visant à davantage de profits) à une condition : parallèlement, il faut avoir le même type d'exigences dans l'entretien de son capital humain. Et je pense que c'est possible. Ça repose sur des convictions d'hommes, de dirigeants et autres. Quand on voit avec le recul toutes les choses qu'on a mal faites, c'est évident qu'on trouve la motivation des gens bien sûr à travers la rémunération ou*

*l'incitation financière, (mais) on démultiplie leur motivation par la manière dont on les traite* ».

### a) Actionnariat salarié, un outil de recrutement et de fidélisation des salariés ?

Notre analyse des discours des professionnels rencontrés met clairement en évidence le fait qu'un des rôles de l'actionnariat salarié dans les grandes entreprises qui en ont fait un élément important de leur stratégie de gestion des ressources humaines, c'est le fait d'attirer des collaborateurs de talent lors de l'embauche du personnel, tout en cherchant à les fédérer et à les responsabiliser par la suite.

Comme l'explique un des professionnels interviewés, l'actionnariat salarié c'est « *un des éléments de la culture d'entreprise qui doit nous permettre d'être un des éléments fédérateurs et aussi un élément pour attirer les talents. A condition salariale égale et à métier égal, qu'est-ce qui fait la différence pour qu'un jeune diplômé vienne chez nous, plutôt que d'aller chez Géodis, Norbert Dentressangle ou un logisticien régional ? L'un des éléments, c'est certainement la culture d'entreprise en premier, ensuite la capacité de se dire qu'on est autre chose qu'un salarié. Une fois ce cadre défini, on replace l'épargne salariale dans ce qu'elle est, chez nous en tout cas, c'est-à-dire un élément fondamental de la culture d'entreprise* » (interviewé n°2).

Les entreprises considèrent ainsi l'actionnariat salarié comme un outil de recrutement : « *il n'empêche que notre actionnariat salarié et notre Plan d'Epargne Groupe est présenté pour chaque embauche dans le groupe. Je me dis quelque part qu'on a quand même le souci de dire aux gens ce qui existe, l'avantage qu'on peut personnellement en tirer et pourquoi il existe* » (interviewé n°3).

En effet, comme la politique de rémunération est présentée lors des entretiens de recrutement, l'actionnariat salarié « *est présenté dans le package global. Quand on propose ça à l'embauche, on dit : « voilà, vous aurez votre salaire fixe, votre prime, l'intéressement et la participation ». Donc, sur l'intéressement et la participation en général on dit : « voilà ce qui se fait dans l'unité où vous allez rentrer, voilà quel était l'intéressement moyen des dernières années, voilà quelle était la participation moyenne des dernières années». Donc, ça fait partie des avantages, c'est évident. (…) Mais ça, ça fait bien partie de toute façon pour, je dirais, attirer les gens également. (…) Parce que quand je parle de l'intéressement et de la participation, ça sous-entend qu'on leur*

*explique : « vous pouvez les placer. Et voilà comment a évolué la part, la valeur du FCP depuis tant d'années* » (interviewé n°18).

Cette préoccupation est d'autant plus forte dans les sociétés de services innovantes où le capital intellectuel tient une part importante dans la valeur de marché de la firme. Ces sociétés ont besoin de compétences particulières très pointues et doivent se donner les moyens pour attirer et préserver le capital humain fondamental pour créer de la valeur, l'actionnariat salarié étant une des pratiques permettant d'attirer et de fidéliser ces collaborateurs hautement compétents, comme expliqué dans l'extrait d'entretien suivant.

**Encadré 16 : De l'importance de l'actionnariat salarié pour préserver le capital humain dans la nouvelle société des connaissances**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°19)*

Le capital humain, c'est 90% de la valeur de notre société ! C'est, allez, 95% de la valeur de notre société. (…) On est une société de matière grise, notre métier principal, (…) c'est de concevoir, développer et vendre des progiciels dans les domaines financier et bancaire. Ce sont des choses qui sont avec un caractère *know-how* expertise extrêmement poussé, notamment, ou l'innovation joue un rôle très-très fort, notamment par exemple dans notre filiale américaine, on fait des progiciels d'accès au marché en temps réel. (…) On a eu (…) plusieurs fois des prix d'innovation (…).

Je peux pas vous décrire comment ça marche, mais je peux vous assurer qu'il y a énormément d'expertise là-dedans et *évidemment le jour où on a pas ça, notre société vaut que dalle, zéro* ! Ça, c'est notre premier métier et, associé à ça, on vend des services liés à ces progiciels : installer ces progiciels chez les clients, comprendre, former les clients, il y a beaucoup de formation des clients sur des choses qui sont quand même à très haut niveau d'expertise, comprendre les besoins des clients, anticiper les besoins futurs des clients sur le marché. Et puis, troisième volet, rendre un service de production pour le compte de nos clients, c'est-à-dire que des clients, qui ne veulent pas avoir leurs ordinateurs chez eux, c'est de plus en plus fréquemment le cas d'ailleurs, nous confient carrément d'abriter les ordinateurs pour faire tourner leurs applications, assurer que tout marche bien, réparer quand c'est en panne, faire la maintenance, faire des liaisons Internet, etc. etc.

Donc, c'est 90% de la valeur de notre société, c'est ça. Et *l'actionnariat salarié est l'un des moyens de retenir, de retenir des, comment dirais-je, des talents*. Et c'est comme je disais tout à l'heure, quand on a recruté une DRH au niveau du groupe, avec (…) comme mission fondamentale, d'une part, de nous aider à recruter les bonnes personnes et les garder bien sûr, à l'échelle internationale, mais également, et j'allais presque dire et surtout, d'essayer de construire un plan de bénéfices au sens large qui évidemment fait intervenir l'actionnariat (…) pour à la fois développer l'actionnariat salarié et (…) d'une manière générale tous les bénéfices, retraites, (…) à l'échelle internationale, et en même temps et quelque part pourquoi tout ça ?

*Pour retenir les talents* ! Si notre société a une menace et la menace elle est réelle, c'est que nos meilleurs talents (partent) vers la concurrence quoi, ça c'est clair. D'ailleurs, là-dessus je vous réponds sans l'ombre d'un doute ! Alors là, c'est *notre souci quotidien, c'est trouver, recruter et garder les meilleurs experts*. Ça, c'est la valeur du groupe et *a contrario* quand ils partent, alors on peut garder les logiciels qu'on a fabriqués bien sûr, mais c'est pas pareil, c'est pas pareil ! Mais ça s'associe aussi fortement au fait qu'on est une société de pure matière grise et deuxièmement dans des domaines à forte composante technologique et d'expertise fonctionnelle. Et souvent, c'est une condition presque d'embauche, « *si j'ai pas cette perspective-là, je rentre pas chez vous* ». Voilà !

Nous avons vu que la perspective socio-cognitive de la firme met en avant le rôle de l'actionnariat salarié dans le développement des compétences des salariés, qui ont un rôle clé à jouer dans la détection de nouvelles opportunités d'investissement en contribuant ainsi à la création de valeur de la firme. En effet, l'analyse socio-cognitive de l'actionnariat salarié s'articule autour de la question de la création des opportunités d'investissement grâce à une meilleure implication des salariés - actionnaires.

Ainsi, un argument en faveur de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié au sein de l'entreprise serait le fait que les salariés, proches des sources d'information, peuvent permettre la détection plus rapide des opportunités d'investissement, ce qui est une source d'avantage concurrentiel indéniable pour l'entreprise dans le contexte actuel de la mondialisation (Hoarau et Teller, 2001).

C'est par ailleurs ce que souligne l'interviewé n°19 dans l'extrait d'entretien que nous avons repris dans l'encadré précédent quand il met l'accent sur le fait que les salariés, étant en contact direct avec les clients de l'entreprise, doivent être capables de comprendre les besoins actuels des clients et d'anticiper leurs besoins futurs, c'est aussi une façon de contribuer à la détection de nouvelles opportunités de développement et d'investissement pour la firme.

Nous rappelons d'ailleurs à ce propos les travaux de Charreaux (2002) sur l'approche cognitive de la gouvernance d'entreprise qui souligne que dorénavant, la source de l'efficience organisationnelle n'est plus d'ordre disciplinaire, mais cognitive. Selon cet auteur, l'élément fondamental de l'efficience d'une firme en termes d'aptitude à créer de la valeur, c'est sa *capacité à réduire les conséquences des conflits cognitifs* et *à innover*.

Le fondement de l'efficience n'étant plus de type allocatif et statique, se résumant par la meilleure utilisation possible des ressources (*meilleure répartition de la rente*) ; mais de type productif, adaptatif et dynamique, en se focalisant sur les conditions de *création de la rente*.

La firme doit préserver sa capacité d'assurer une création de valeur durable en particulier *via* la construction de nouvelles opportunités de croissance et l'actionnariat salarié est un élément de la stratégie cherchant à améliorer la contribution des salariés à la création de valeur, de par ses multiples effets socio-cognitifs sur les attitudes et les comportements des salariés au travail.

### b) Actionnariat salarié, un facteur favorisant l'innovation et le capital intellectuel ?

La nécessité d'analyser le mécanisme de l'actionnariat salarié dans un cadre socio-cognitif est aussi soulignée par les acteurs du monde professionnels, afin de décrypter les enjeux de l'actionnariat salarié pour l'entretien et le développement du capital humain défini par les compétences et les capacités d'apprentissage des salariés, élément fondamental dans la nouvelle économie des connaissances et de l'innovation.

L'interviewé n° 8 constate ainsi qu'«*il y a vraiment beaucoup de travail de recherche à faire là-dessus... Notamment sur ce lien avec l'immatériel si vous voulez... Parce que pour le moment les travaux universitaires ont surtout été faits sur le niveau de risque des actionnaires salariés, sur le niveau de performance, etc.* ».

A plusieurs reprises, les professionnels rencontrés ont exprimé l'idée que l'actionnariat salarié facilite le partage des connaissances au sein de l'entreprise, que ce soit sur l'entreprise, les métiers, les concurrents, « *parce que l'ouverture est complètement différente, plus facile. D'un point de vue général, l'actionnaire salarié se sent plus impliqué, se sent plus partie prenante. Je vois qu'à l'extérieur, je défends plus des idées que je n'aurais pas défendues il y a une dizaine d'années, c'est certain* » (interviewé n°4).

Cela semble d'autant plus important pour les acteurs du monde économique compte tenu de la crise économique actuelle et des défis lancés par la mondialisation de l'économie et la désindustrialisation de l'économie française, l'actionnariat salarié étant perçu comme un facteur favorisant l'innovation et le capital intellectuel des salariés. Comme le rappellent Quinn & al. (1996) et Zack (2002), les entreprises modernes expérimentent les nouvelles formes organisationnelles et les systèmes de rémunération afin de renforcer les relations sociales, l'enjeu étant de renforcer la capacité de l'entreprise à créer et à exploiter les nouvelles connaissances.

« Le capital humain est important : l'humain a encore un grand rôle à jouer. D'autant plus en France qu'on est dans un processus aujourd'hui de désindustrialisation, que donc on est plutôt sur des entreprises du secteur tertiaire, donc des entreprises plutôt de matière grise, ce qui veut dire que bien évidemment, dans une entreprise tertiaire de matière grise, le capital humain est parfois même supérieur au capital technique.

Et ce capital humain, il faut savoir le valoriser, il faut savoir le régénérer, alors, une machine, vous vous dites, bon, bah je change les pièces, etc… Bien sûr que vous ne faites pas pareil avec un humain. Un humain, qu'est-ce que vous faites, bah vous l'envoyez en formation, vous gérez sa carrière, pour qu'effectivement l'intérêt soit sensé se renouveler dans le poste, vous faîtes des formations, pour qu'il acquière d'autres compétences et qu'il puisse justement profiter de l'expérience passée pour accroître encore ses compétences, et donc en fait vous faîtes en sorte qu'il soit toujours tiré vers le haut » (interviewé n°6).

La préoccupation quant à l'importance de la valorisation du capital intellectuel est ainsi nettement très fortement présente dans les réflexions des acteurs économiques qui

s'interrogent sur le rôle de l'actionnariat salarié comme élément favorisant l'innovation. Nous constatons toutefois que cette prise de conscience n'est pas encore généralisée, diverses réticences étant encore assez fortement présentes dans les mentalités des acteurs comme l'expliquent si bien les extraits d'entretiens suivants.

**Encadré 17 : Actionnariat salarié et capital humain, une question de mentalités ?**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°4)*

C'est un vaste programme. Je pense que le capital humain a toujours plus ou moins existé, puisqu'il est basé sur les relations, le réseau, les connaissances… le *knowledge* en fait. Je dis plus ou moins existé parce que c'était peut-être réservé à une certaine population dans les sociétés. Aujourd'hui, avec tous les moyens de communications qu'on peut avoir, en particulier Internet, tout le monde est à même de pouvoir développer ses propres réseaux de relations et de connaissances et à différents niveaux. Et je crois qu'on en est qu'au début, parce que je pense aussi qu'il faudra des interfaces entre tous les niveaux, parce qu'aujourd'hui, on ne les a pas forcément. Il y a peut être des organisations qui peuvent le faire, mais ce n'est pas forcément vrai partout, donc je pense que c'est quelque chose à développer.

Maintenant, je pense que c'est à valoriser, absolument, mais pour le valoriser, il faut pouvoir le quantifier (et c'est très difficile, contrairement au capital financier). Le capital humain à quantifier, c'est très dur. Ceci étant, je crois que dans les éléments de salaire, je ne suis pas sûr que je le verrais, mais je pense qu'à l'avenir, ce serait bien de valoriser aussi la valeur intrinsèque de chaque salarié. Parce que chaque individu a sa valeur intrinsèque. (…) Ceci étant, c'est ça aussi la force du capital humain, c'est d'être à même de pouvoir apporter, de pouvoir apprendre aux autres et de pouvoir apprendre des autres. Et je crois qu'il faut constamment être ouvert. C'est un élément très important aujourd'hui et je pense qu'il faut savoir le développer et le mettre en valeur, mais ce sont des mentalités à changer et dans certains endroits, on est encore dans des mentalités assez archaïques. Ça veut dire beaucoup d'évolutions qui ne sont pas encore faites, loin de là, et surtout, je pense que toutes les organisations sont loin d'être prêtes à ces évolutions.

L'encadré suivant nous permet d'approfondir les interrogations concernant l'importance de la rémunération du capital humain des salariés, à travers les différentes formes de participation financière telles que l'intéressement ou bien la détention d'action par les salariés.

**Encadré 18 : De la difficile association du capital humain et du capital financier**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°16)*

Je crois qu'il ne l'est pas aujourd'hui… ou en tout cas, il pourrait l'être plus. On va rémunérer le travail, c'est le salaire. Et puis, on s'aperçoit donc depuis les thèses de Becker, repris par plein de gens, que dans l'entreprise qui devient de plus en plus immatérielle et dont les gains en productivité et en innovation sont de plus en plus liés à du savoir-faire, de la connaissance, du travail en réseaux, donc vraiment un apport non pas de matériel, par des machines, comme à l'entreprise du XIXe siècle et de la première partie du XXe siècle, mais un apport de l'homme, de l'homme en tant que personne humaine. Là-dessus, on a le sentiment

qu'il y a quelque chose en plus que son temps de travail à rémunérer. Son temps de travail, c'est le salaire, ça n'a pas changé depuis le XIXe siècle, mais en plus, il a tout un ensemble de connaissances, de réseaux, de relationnel, d'innovations, lié aussi à son éducation, à son parcours professionnel qu'il apporte à l'entreprise, et ça, c'est pas pris en compte aujourd'hui.

*On pourrait penser que les systèmes d'intéressement et de participation le prennent, pourraient le prendre un peu en compte, mais c'est même pas le cas non plus parce que les systèmes de participation et d'intéressement, ce sont surtout, enfin, toujours qu'une organisation d'un partage d'une partie de profits de l'entreprise, et des profits nés du travail, donc on a pas encore pris la mesure de l'apport du capital humain et il me semble pas qu'on le rémunère vraiment*, sauf dans quelques rares cas, toujours critiqués, de *package*, de bonus exceptionnel, de *golden hello* à l'entrée dans une entreprise…

Qu'est-ce que c'est un *golden hello* ? C'est la prise en compte qu'effectivement, le cadre dirigeant qui rejoint l'entreprise non seulement apporte ses compétences, mais apporte tout un ensemble de choses : son image, son carnet d'adresses, ses connaissances dans son parcours antérieur… D'ailleurs, c'est pour ça qu'on le lui donne. Donc là, on prend sûrement en compte, en faisant ça, le capital humain de cette personne en particulier. Mais au niveau global, général, je crois pas qu'il y ait une prise en compte vraiment actuellement.

On pourrait, on pourrait refaire des liens entre intéressement – participation, distribution d'actions gratuites. *Peut-être à travers la distribution d'actions gratuites, c'est un petit peu ce qu'on commence à apercevoir, mais c'est, on en est aux balbutiements*. Et effectivement, je crois que plus l'entreprise va devenir immatérielle, c'est l'exemple d'Alcatel, une entreprise sans usine... Si c'est une entreprise sans usine, c'est une entreprise qui va fonctionner qu'avec du savoir-faire et de l'innovation, et la part de ce savoir-faire et de cette innovation va être apportée par le personnel qui la compose. Je crois que là-dessus, le salaire rémunère le temps de travail, mais ne rémunère pas, et on a vu depuis 20 ans alors que ces bouleversements, les salaires n'augmentaient pas dans les proportions importantes, ne rémunère pas cette prise en compte du capital humain.

Mais il y a forcément de fortes oppositions là-dessus, entre ceux qui détiennent le capital financier et ceux non organisés ni entre eux, ni juridiquement, ni de par la loi, ni quoi que ce soit, qui détiennent le capital humain. Donc, c'est, je pense qu'on est aux balbutiements d'évolutions, mais qui prendront des années et des années, et finalement, ceux qui le démontrent le plus aujourd'hui sont quelques hauts cadres dirigeants qui arrivent avec ces paquets de bienvenue à faire rémunérer quelque chose qui est du domaine du capital humain. Ils n'ont pas encore commencé à travailler que déjà on leur donne 200 000 dollars, c'est bien qu'on paye quelque chose. Et qu'est-ce qu'on peut payer à part le capital humain qu'ils apportent à l'entreprise : le nom, la renommée, leurs références, leur relationnel, leurs réseaux ? C'est certainement ça. Mais on les paye de façon ponctuelle. Alors après, je pense que pour eux, on continue à les payer avec de la distribution d'actions gratuites, des stock-options ou autre… *Pour la grande majorité des salariés, qui eux aussi, à leur mesure, apportent du capital humain, il y a encore très peu de reconnaissance*. Ce n'est pas devenu une revendication politique, citoyenne… Et je pense que ça pose aussi des questions aux vieux tenants de l'opposition capital-travail. Donc, ça ne pourra le devenir que si ces organisations, ces représentants dépassent cette opposition. (…)

Il y a un autre domaine, c'est un autre domaine où on retrouve un peu ça, pas très éloigné de *golden hello*, (…) dans les LBO, les investisseurs donnent une partie du capital et de la dette, et font donc participer aux LBO les dirigeants pour s'assurer qu'effectivement les dirigeants vont bien mener la croissance de l'entreprise telle qu'ils imaginent qu'elle est bonne. Donc, là effectivement, on a un exemple, mais qui est tout petit, c'est quelques dizaines de milliards d'euros par an dans le monde, et très ciblé, mais quelques exemples où, toujours malheureusement sur une partie des dirigeants uniquement, on a une association entre le capital humain et le capital financier. C'est peut-être le seul exemple. (…)

*Parce que la difficulté c'est que c'est pas encore, moi, il me semble, en France, bien théorisé*. Je crois pas que ce soit (mais j'ai pas fait d'études de DRH spécifiques), mais je lis pas des choses sur ce sujet dans les revues de DRH ou autres. On reste à l'opposition classique capital-travail, avec la petite frontière actionnariat salarié / participation / intéressement, mais il me semble qu'il manque une transposition dans la culture française ou européenne de ces thèses américaines. Et c'est pas étonnant que ça vienne des États-Unis.

L'interviewé n°16 pose ainsi explicitement le problème de l'intégration des théories du capital humain dans le paradigme dominant de la théorie de la firme. Ces réflexions viennent légitimer notre objectif de recherche consistant à élargir le cadre d'analyse « contractualiste » de l'actionnariat salarié en l'enrichissant par les apports d'une vision socio-cognitive de la firme.

L'extrait de l'entretien suivant nous permettra d'éclairer dans cette perspective les difficultés rencontrées par les promoteurs de l'idée de la participation financière des salariés et de l'actionnariat salarié, difficultés liées à la vision philosophique des dirigeants par rapport à l'idée même de l'actionnariat salarié en particulier et du comportement humain au travail en général.

**Encadré 19 : Du positionnement difficile de l'actionnariat salarié comme levier de changement des politiques managériales**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°8)*

D'abord on a des problèmes générationnels. On a vécu avec un patronat qui était dans une culture différente si vous voulez, sauf quelques dirigeants qui avaient un fond humaniste et que lorsqu'ils disaient que la performance c'est d'abord les femmes et les hommes, ce n'était pas simplement une vision utopique, c'est que eux-mêmes si vous voulez le démontraient. (…) Mais la grande majorité des dirigeants d'entreprise durant longtemps n'ont pas forcément partagé ces valeurs. On a toujours considéré que le personnel est un centre de coûts, et pas un levier de valorisation. (…) La majorité des dirigeants des entreprises considèrent encore que les ressources humaines sont un centre de coûts… et que c'est une variable d'ajustement si vous voulez… même dans les sociétés réputées de valeur ajoutée…

Donc il y a un problème culturel, il y a un paradigme culturel si vous voulez du monde des dirigeants. Et en plus, comme on a des dirigeants qui ont une vision mercenariale pour un certain nombre d'entre eux, ah ? Ils savent que la durée de vie d'un président en exercice est de six ans si vous voulez… Ils ont 4 ans de stock-options, donc moralité : ils ne sont pas généralement, pour un certain nombre d'entre eux, dans une considération… parce qu'ils ne sont pas là pour longtemps, et ils vont essayer de faire cracher la dette… Bon, pour faire cracher la dette, il ne faut pas avoir une vision des salariés comme étant… Bon, il faut essayer de mettre l'entreprise au maximum sous tension, etc. D'où les problèmes qu'on voit bien si vous voulez de stress, de suicides, de choses comme ça… Alors, encore plus en France parce qu'on a les 35 heures et que comme on avait fait les 35 heures à effectif constant, alors on a mis les gens sous tension si vous voulez, quoi…

Bon, donc, chez Renault… On voit bien si vous voulez que le modèle social n'est pas cohérent, quoi… Parce que d'un côté j'ai de l'actionnariat salarié, qui s'est pas mal développé, et puis de l'autre j'ai un mode de management qui ne répond pas aux problèmes, puis que j'ai eu des suicides, j'ai eu un certain nombre de choses comme ça. Alors, ce n'est pas propre à toutes les entités de Renault si vous voulez... Mais ça montre bien si vous voulez que quand j'ai eu une direction générale qui est obligée de reprendre en mains toutes ces politiques si vous voulez, de réexpliquer quel est le rôle de manager, de mettre de conditions d'écoute, etc… *Ça veut dire qu'on n'a pas positionné l'actionnariat salarié comme étant un levier de changement des politiques managériales* si vous voulez… Donc, on a fait de la communication, on a fait de la rémunération

différée, mais on n'a pas fait ce que moi j'appelle véritablement une politique managériale en matière de tirer le plus possible partie de la motivation et de l'implication des salariés si vous voulez…

Comme nous l'avons vu lors de nos analyses théoriques précédentes (cf. chapitre 2), les attentes des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié influencent nécessairement la conception, la mise en oeuvre pratique et la politique de communication autour de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié (Caramelli, 2006).

Plusieurs auteurs ont souligné formellement l'importance de la vision que se font les dirigeants de l'actionnariat salarié sur le fonctionnement du mécanisme de l'actionnariat salarié et notamment sur les effets induits par sa mise en oeuvre au sein de l'entreprise (Gamble et al., 2002; Pierce et al., 1991 ; Klein, 1987; Rosen et al., 1986).

Par ailleurs, nous avons déjà évoqué antérieurement l'importance de la vision initiale (positive ou négative) des comportements de l'homme au travail (Bornarel, 2007) et l'impact sur la construction théorique des préconisations managériales qui en découle. Comme souligné par Arnaud (2006, 2008, 2011), la vision « idéologique » des dirigeants a des conséquences non négligeables sur les structures organisationnelles.

C'est pourquoi nous allons aborder maintenant le prochain thème de notre étude empirique, et notamment les conséquences de la notion de l'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié dans la conception et la mise en œuvre des politiques d'actionnariat salarié au sein des grandes entreprises françaises cotées.

## C. Pour une politique d'actionnariat salarié efficace : à la recherche d'une philosophie de management « humaniste » ?

Les travaux d'Arnaud (2006, 2008, 2011) évoquent les avantages de l'application de la philosophie « *humaniste* » à la gestion des relations au travail dans l'entreprise moderne qui doit « *se centrer sur l'homme* » pour prospérer dans la nouvelle l'économie des connaissances et du savoir.

Dans cette logique, les relations de travail doivent permettre aux salariés de se sentir reconnus « à leur juste valeur » par autrui. Les relations basées sur la confiance sont un prérequis incontestable ; un dialogue régulier entre les subordonnés et leurs supérieurs hiérarchiques, une évaluation des performances et un système de rémunération perçus comme justes, un *feed-back* constructif sur les compétences, l'octroi de responsabilités mais aussi les actes matériels ou symboliques qui expriment l'importance du rôle occupé par le salarié permettent de se sentir «reconnu » (Peretti, 2005). En fait, lorsque les relations de travail sont basées sur la reconnaissance, la valorisation, la stimulation des compétences, l'autonomie et la responsabilisation, elles permettent aux salariés de s'épanouir en développant leurs potentialités et leurs facultés de création.

Pour rappel, plusieurs études ont démontré la possibilité de réconcilier un management humaniste, propice à la qualité des relations humaines et au développement personnel des salariés, avec l'objectif de performance économique (meilleur apprentissage, plus grand bien-être, plus grande performance organisationnelle, créativité et capacité d'innovation des salariés au travail) (Amabile, 1993 ; Amabile & al., 1996 ; Deci & al., 1981, cités par Arnaud, 2008).

### a) L'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié

La revue de la littérature théorique a souligné l'importance de l'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié, un des principaux facteurs déterminants de la mise en œuvre de l'actionnariat salarié dans les entreprises.

Pour rappel, le concept de l'« *implication philosophique de la direction vis-à-vis de l'actionnariat salarié* » a été défini dans la littérature comme « *le degré auquel*

*l'actionnariat salarié est en même temps une part centrale de la philosophie de la direction et de sa stratégie de gestion des ressources humaines et est une partie intégrante de la culture et de l'identité organisationnelle* » (Klein, 1987, p.323; Pierce et al., 1991, p.129; Rosen et al., 1986, p.74).

Les extraits d'interviews suivants confirment que les raisons qui ont conduit les dirigeants à décider de la mise en place de l'actionnariat salarié traduisent leurs attentes vis-à-vis de l'actionnariat salarié et peuvent avoir un effet déterminant sur l'efficacité du système en général, tout comme sur les attentes des salariés qui sont déterminées (au moins partiellement) par la communication institutionnelle autour des plans d'actionnariat salarié.

**Encadré 20 : De l'importance de la vision « philosophique » des dirigeants pour une politique d'actionnariat salarié ambitieuse**

*Extraits d'entretiens*

« On a la chance d'avoir toujours eu une Direction ouverte à l'actionnariat salarié. C'est quand même elle qui donne l'impulsion. C'est notre vision, notre culture d'entreprise. Faire participer. (…) C'est lié à une direction qui doit avoir conscience de l'actionnaire dans sa généralité. Ce qui n'est pas vrai partout car je connais des entreprises qui ont des actionnaires juste parce qu'il faut de l'investissement. (…) Le management participatif, en tout cas l'actionnariat salarié participatif ne peut pas se faire que dans un sens, c'est forcément du donnant-donnant. Il faut qu'on ait des directions qui s'impliquent » (interviewé n°4).

« Ça dépend beaucoup du dirigeant. *L'actionnariat salarié, c'est d'abord un problème de dirigeant. Si le dirigeant en fait la clé de voûte de son management, il y a aucun problème, parce que tout est référé à ça et à partir de ce moment-là tout s'enchaînera logiquement. Si le dirigeant ne s'implique pas véritablement là-dedans, ou il y va du bout des lèvres, le système ne sera pas performant*. Si on a un vrai *dirigeant convaincu que l'actionnariat salarié c'est un levier de progrès, il en fera un élément central de sa politique managériale*… Parce qu'il voudra que ses managers soient très investis en actions de l'entreprise, il voudra que ses managers aient un rôle d'entrée vis-à-vis des autres salariés et tout son système découlera comme ça » (interviewé n°8).

« Il me semble que le point-clé est une grande cohérence et une grande continuité, c'est-à-dire qu'à partir du moment que philosophiquement on adhère à cette idée et qu'on a envie de l'implanter dans l'entreprise parce qu'on croît que c'est bon pour elle et bon pour les salariés, c'est cette cohérence et continuité qui vont faire que ça va marcher. Ça veut dire qu'il faut monter des mécanismes constants, qui ne soient pas perçus comme un effet de mode éventuel ou quelque chose de conjoncturel au service d'un but de court terme. Les moyens déployés de communication, de persuasion, d'explication et d'information qui sont techniques voire d'incitation doivent faire partie d'un même édifice » (interviewé n°3).

« C'est vrai que quand on rentre un peu plus dans les détails, on s'aperçoit qu'un des éléments forts est bien cette corrélation entre un actionnariat salarié d'une relative importance et une culture d'entreprise. C'est *un des points cruciaux et un élément facilitateur ou accélérateur de performance* (…). Après on peut discuter pour savoir si c'est l'épargne salariale qui a créé cette culture d'entreprise, ou bien si c'est la culture d'entreprise qui a de manière nécessaire fait émerger un actionnariat salarié fort. De toute façon, ça nécessite une forte implication et qu'on y mette des moyens aussi. (…) C'est une des pièces d'un ensemble qui conduit à la performance d'une entreprise » (interviewé n°2).

Il ressort ainsi de l'analyse de ces extraits d'entretiens que la vision « philosophique » des dirigeants a réellement une forte influence sur les caractéristiques des plans d'actionnariat salariés mis en œuvre, sur l'adhésion des salariés au dispositif tout comme sur le fonctionnement du mécanisme de l'actionnariat salarié par la suite.

### b) Les attentes des salaries actionnaires

En effet, il y a de fortes chances que les effets positifs de l'actionnariat salarié sur les attitudes et les comportements des salariés découlent des attentes (implicites ou explicites) des dirigeants vis-à-vis de cette pratique de management qu'est l'actionnariat salarié (Bruner, 2000 ; Vroom, 1964, cité par Caramelli, 2006). Mais les attentes des salariés et leur perception quant au respect des droits intrinsèques à l'acquisition du statut de salarié actionnaire lors de la mise en place des plans d'actionnariat salarié sont tout aussi importantes. Par conséquence, dans le cas où les droits attendus par les salariés actionnaires étaient très différents des droits perçus par les salariés actionnaires, une dissonance pourrait se développer (Hammer & Stern, 1980, p.79) ou bien alors un fort sentiment d'injustice induisant des réactions attitudinales négatives chez les salariés actionnaires (Caramelli, 2006).

Effectivement, les attentes des salariés peuvent être fortes par rapport à l'actionnariat salarié et en cas de dissonance entre les attentes et la situation réelle, ceci peut avoir un impact négatif sur les comportements collectifs. Comme l'explique l'interviewé n°11 (un salarié actionnaire) : « *on est plus exigeant sur l'information, sur la transparence. Peut être plus critique, mais en même temps parce qu'on est plus attaché. Donc, c'est à double détente, quoi… Mais je pense qu'on se sent plus concerné quand même. (…) Enfin, quand l'entreprise est attaquée, là je crois qu'il y a plus facilement des reflexes d'autodéfense.*

D'où l'importance du sens que la direction cherche à donner à la mise en place de l'actionnariat salarié pour la réussite de la démarche :

> « Tout est dans la communication, si vous voulez… Le point-clé de ces opérations-là, c'est pas tellement de monter le produit le plus brillant, le plus intelligent possible, c'est vraiment dans la communication : *quel est le message que l'on va vouloir porter, c'est-à-dire quelle est la raison fondamentale pour laquelle l'entreprise veut faire une opération* ? (…) Le vrai sujet, c'est quelles sont les valeurs que j'ai envie de porter, moi, direction générale, par rapport à mes salariés. Si ça s'inscrit dans le cadre d'un plan plus global, d'investissement, d'innovation, dans des nouveaux marchés, (…) là ça fait du sens… Et donc le conseil modeste que je me permets effectivement systématiquement de donner, c'est « *quel est le sens que vous avez envie de donner à votre opération ? Quel est le message que vous voudriez délivrer à vos salariés* » ? (…) On est aujourd'hui effectivement dans une époque à mon avis où il faut donner du sens à ses actions » (interviewé n°5).

Il s'avère ainsi que le phénomène de dissonance cognitive que peuvent développer les salariés actionnaires quand la direction de l'entreprise entretien un rapport ambivalent et contradictoire en ce qui concerne les droits associés à l'actionnariat salarié est loin d'être négligeable dans l'analyse approfondie des aspects socio-cognitifs des effets de l'actionnariat salarié sur la performance organisationnelle des grandes sociétés françaises cotées.

Les raisons de ce phénomène de dissonance trouvent une explication possible dans le rôle un peu paradoxal que les acteurs économiques et politiques ont voulu accorder à l'actionnariat salarié.

Nous rappelons que notre analyse juridique approfondie du statut de l'actionnariat salarié réalisée dans le premier chapitre théorique de notre thèse nous avait permis de constater l'absence de différences notoires entre actionnaires salariés et actionnaires ordinaires du point de vue du droit des sociétés (Bruder, 2007).

Mais différents travaux juridiques ou économiques soulignent néanmoins le problème suivant : même si à priori on devrait considérer les actionnaires salariés comme des actionnaires à part entière, en réalité tout se passe comme si les salariés étaient objectivement des actionnaires (au sens légal du terme), mais que ce dispositif ne fonctionnait pas correctement, la réalité n'étant pas conforme au modèle (Montagne, 2009b, p.10).

De son coté, Autenne (2005, p.129) fait remarquer dans son analyse économique du droit de l'actionnariat salarié que « *paradoxalement, alors que leur participation à un plan d'actionnariat salarié confère aux salariés un statut d'actionnaire, leur qualité simultanée de bénéficiaire d'un plan de pension fait en sorte qu'ils ne peuvent pas exercer l'ensemble des droits classiquement attachés à ce statut* ».

L'actionnariat salarié semble ainsi avoir été parfois instrumentalisé au service des entreprises dans la mesure où il leur fournit un mode d'autofinancement, les salariés étant fortement incités à investir leur épargne en titres de leur entreprise.

**Encadré 21 : De l'ambiguïté qui règne autour du respect des droits associés au statut d'« actionnaire salarié »**

*Extraits d'entretiens*

« Une question qui est cruciale : « *l'entreprise considère-t-elle les actionnaires salariés comme des actionnaires ou comme des épargnants* » ? Si ce sont des actionnaires, ils ont le droit de vote soit directement, soit par l'intermédiaire de mandataires élus par les actionnaires salariés et non pas par un mandataire nommé par la direction. Quand notre président a mis en place l'actionnariat salarié, la DRH lui a proposé un plan où on transformait les actionnaires salariés en épargnants salariés, c'est-à-dire les actions dans des fonds communs, le conseil de surveillance nommé par la direction, droit de vote exercé par le président du conseil de surveillance donc on était complètement spoliés de nos droits et devoirs d'actionnaires. Le président a dit qu'il n'en voulait pas, il voulait des actionnaires salariés responsables et notamment ils vont élire les membres du conseil de surveillance et ce sont ces élus qui exerceront le droit de vote en assemblée générale » (interviewé n°1).

« Disons que tous ceux qui croient à l'actionnariat salarié, tous ceux qui avaient la vision gaullienne de l'actionnariat salarié évidemment avaient pour objectif, avaient confiance dans le fait que tôt ou tard on arriverait (…) à transformer les salariés en copropriétaires de l'entreprise. Mais il faut reconnaître que (…) ça se fait, mais lentement. Disons que (…) notre association essaye de faire prendre conscience aux salariés qui sont (…) devenus collectivement le premier actionnaire de l'entreprise, et donc de ce fait qu'ils ont un droit particulier ou des responsabilités particulières à déterminer ou à contribuer à déterminer la stratégie de l'entreprise. Alors compte tenu de la crise (actuelle), ça nous donne l'occasion d'agir dans ce sens, mais c'est pas évident et il faut reconnaître aussi que même les directions d'entreprises qui ont poussé l'actionnariat salarié, en général, hésitent à reconnaître au personnel un droit à contribuer à la réflexion stratégique. C'est-à-dire, (…) dans beaucoup d'entreprises, les directions utilisent l'actionnariat salarié comme un moyen de motivation et un moyen d'augmenter les rémunérations, donc tout ça est très positif, mais rares sont ceux qui vont jusqu'au bout de la démarche et qui considèrent donc le personnel comme leurs actionnaires et qui considèrent le personnel comme donc des actionnaires à qui ils ont des comptes à rendre comme ils ont à rendre à d'autres actionnaires » (interviewé n°12).

Ce mécanisme permet dès lors aux entreprises de jouir d'un actionnariat stable, sans toutefois prendre toute la mesure de ce que la mise en place de l'actionnariat salarié implique en termes de participation des salariés actionnaires à la gestion et à la gouvernance d'entreprise à travers une représentation au conseil d'administration.

### c) Un exemple paradoxal : l'actionnariat salarié à la Société Générale

L'échec de la fameuse OPA lors de l'affaire « BNP, Paribas, Société Générale » en 1999 où la Société Générale a réussi à préserver son indépendance grâce à un noyau d'actionnariat salarié stable très fort (près de 10% du capital de la Société Générale à l'époque) qui ne voyait pas l'intérêt de la « très grande banque à trois », cet exemple est devenu un célèbre cas d'école présentant les avantages de l'actionnariat salarié comme étant une arme « anti-OPA » (Patrice Leclerc, Colloque FAS de Lille, 2005).

Par contre, un élément nettement moins connu concernant le fonctionnement de l'actionnariat salarié au sein de cet établissement bancaire, c'est le fait que ses salariés actionnaires ne peuvent élire ni leurs représentants au conseil d'administration, ni le conseil de surveillance du FCPE, comme prévu par la loi n°2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié. Pour rappel, la législation française impose que lorsque l'actionnariat salarié détient 3% ou plus du capital d'une société cotée, la société doit organiser l'élection d'un représentant des actionnaires salariés[101] au conseil d'administration ou de surveillance de l'entreprise.

Cette double anomalie s'explique par certains vides juridiques et quelques mauvaises habitudes qui font que les actionnaires salariés qui détiennent des actions de leur entreprise *via* un FCPE de droit français possèdent en réalité, dans certains cas de figure, moins de droits que les actionnaires « en direct » ou bien que les épargnants qui achètent ces mêmes actions *via* des fonds mutuels étrangers.

Ceci est contraire à l'analyse juridique du mécanisme de l'actionnariat salarié mentionnée ci-dessus ayant constaté que du point de vue juridique, les salariés actionnaires doivent bénéficier des mêmes droits que les autres catégories d'actionnaires.

Ce constat illustre très bien les difficultés d'appréhension du mécanisme d'actionnariat salarié de façon générale, sans tenir compte du rapport ambivalent et contradictoire de certains dirigeants concernant le devoir de respect des droits associés à l'actionnariat salarié.

En fait, la situation paradoxale de la non-représentation des salariés actionnaires au conseil d'administration de l'entreprise est possible à cause d'un flou juridique qui considère que dans le cas où un représentant des salariés et déjà membre du conseil d'administration ou de surveillance de l'entreprise, l'entreprise n'est pas obligée de procéder également à l'élection d'un administrateur représentant les salariés actionnaires.

[101] Toutefois, en France, dans le cas où un représentant des salariés et déjà membre du conseil d'administration ou de surveillance de l'entreprise, l'entreprise n'est pas obligée de procéder également à l'élection d'un administrateur représentant les salariés actionnaires. En ce qui concerne la bonne gouvernance de l'entreprise, cette situation pose deux problèmes car d'une part, elle n'exclut pas la possibilité des cas de figure où les salariés actionnaires ne seraient pas représentés dans les organes de gestion de l'entreprise, puis elle peut aussi empêcher la représentation des salariés actionnaires hors de France, à l'heure où les sociétés françaises sont de plus en plus implantées à l'étranger.

**Encadré 22 : De l'ambiguïté qui règne autour du respect des droits associés au statut d'« actionnaire salarié » à la Société Générale**

« (Les salariés actionnaires) revendiquaient cette représentation au conseil d'administration, à juste titre d'ailleurs, car ils ont un poids important, qu'ils ont sauvé la banque de l'OPA de BNP-Paribas, en toute logique il devrait y avoir un représentant au CA de l'entreprise. Alors, encore plus, avec quelqu'un qui a rédigé un rapport sur la gouvernance, il s'agit du rapport Bouton » (interviewé n°8).

« C'est la volonté du patron et surtout de la confiance que lui aussi a dans ses salariés. On le voit très nettement à la Société Générale : les salariés actionnaires ont une très forte capitalisation mais leur patron (…) a peur d'eux et donc ils n'ont pas de représentant au conseil d'administration » (interviewé n°1).

« Le fait que, que nous ne soyons pas au conseil d'administration, alors que la loi française le prévoit, le fait que nous ne puissions pas désigner nos représentants au conseil de surveillance de FCPE alors que c'est tout naturel et ce serait tout naturel de le faire, ça, on essaye donc d'en faire prendre conscience au personnel. Et on essaye de faire prendre conscience du fait que n'ayant pas le pouvoir de contrôler notre épargne, n'ayant pas le pouvoir de participer aux discussions du conseil d'administration, et bien qu'il y a peut-être un des éléments des causes des difficultés actuelles qui est peut-être à chercher de ce côté-là » (interviewé n°12).

« Le fait que nos représentants soient désignés par la direction, ça me parait choquant. L'actionnaire doit pouvoir exprimer par un vote le choix de ses représentants. (…) Vous savez qu'on est sur le point de faire un référé, un référé à la justice parce que ce problème (…) c'est quand même assez choquant… et qui va contre toutes les dernières lois… (…) Il n'y en pas (de représentant des actionnaires salariés) d'élu. Les deux administrateurs sont désignés par les syndicats. Mais, le problème c'est de savoir si le syndicat est habilité à représenter l'actionnaire? Et à mélanger les problèmes de l'actionnaire et du salarié et de la défense du salarié? (…) Toute la problématique, elle tourne autour de ce problème-là » (interviewé n°11).

En ce qui concerne la bonne gouvernance de l'entreprise, cette situation pose un réel problème dans le cas de figure où les salariés actionnaires ne sont pas représentés dans les organes de gestion de l'entreprise, même étant un des actionnaires de référence comme dans le cas de la Société Générale.

**Encadré 23 : De l'ambiguïté qui règne autour du respect des droits associés au statut d'« actionnaire salarié » à la Société Générale (suite)**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°12)*

« Il y a un problème de gouvernance, effectivement. Et l'État a eu le tort de privatiser (…) sans s'assurer que le relais allait bien être repris par l'actionnariat. C'est-à-dire, quand la banque était nationalisée, l'État jouait un rôle important. Bah d'abord, la stratégie générale, c'était lui qui la définissait puisque le président d'une banque nationalisée, son rôle principal c'était d'accompagner la stratégie économique du gouvernement français, de le faire intelligemment, bien sûr, mais de le faire quand même. (…) De même, l'État exerçait le contrôle de la masse salariale globale. Il exerçait, il fixait la rémunération des dirigeants. Il exerçait même une fonction d'inspection dernier ressort *via* la Cour des Comptes. Donc, autrement dit, l'État, tout en laissant une grande autonomie dans la gestion quotidienne aux grandes banques, était quand même très présent, était un actionnaire très présent. Et quand donc l'État a décidé de se retirer de l'actionnariat des grandes banques (…), il a fait appel à des actionnaires privés, mais il n'a pas suffisamment veillé à ce que les fonctions qu'il remplissait, que le relais soit pris par les principaux actionnaires, et notamment par le personnel. Et donc ce qui s'est passé c'est que les présidents, qui généralement étaient déjà en place lors de la nationalisation, ont

considéré que les fonctions les plus importantes que l'État remplissait, bah c'est à eux personnellement qu'elles étaient accordées. En somme, ils se sont comportés comme des présidents de droit divin, l'onction divine leur ayant été donnée par l'État lors de la privatisation, alors ce qui est évidemment aberrant sur le plan du droit puisque la souveraineté, elle est passée à l'assemblée générale des actionnaires, mais en pratique, les présidents ne le comprennent absolument pas. (…) L'idée que le personnel actionnaire puisse les investir dans leur rôle de PDG ne leur vient pas ou en tout cas n'est pas naturelle. (…) On pèse 12% de droit de vote, ça veut dire qu'on a mis beaucoup d'argent dans l'entreprise, mais (…) nos droits politiques d'actionnaires nous ont été retirés. Et je dirais avec la complicité passive de certains services de l'État. Et c'est là que l'État est responsable, (…) une des responsabilités de l'État c'est de veiller à ce que dans les sociétés anonymes, les actionnaires peuvent, puissent exercer leurs droits. Bon, les entreprises, les entreprises ex-nationalisées sont des entreprises qui ne facilitent pas aux actionnaires, notamment salariés, l'exercice de leur droit d'actionnaires. Et là, c'est tout à fait anormal ! Et parmi les entreprises privatisées donc qui sont les plus critiquables, bah il se trouve qu'il y a les deux plus grandes banques françaises. (…) Dans l'industrie, d'une façon générale, les entreprises industrielles, même anciennement nationalisées, en général respectent mieux les droits d'actionnaires et notamment des actionnaires salariés. En revanche, dans le monde financier, il y a des difficultés qu'on a du mal à s'expliquer. (…) Ce qu'il faut dire aussi, c'est qu'il n'y a pas que les votes de résolution, il y a aussi la possibilité, le droit de présenter des résolutions et ça, c'est un droit normal de l'actionnaire. Bah il se trouve qu'à la Société Générale, le personnel actionnaire ne l'a pas, ce droit de présenter des résolutions. Donc, bien que nous soyons le premier actionnaire de la Société Générale, nous n'avons pas le droit de présenter une seule résolution à l'Assemblée générale des actionnaires ».

Cette implication philosophique très faible de la part de certains dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié associée au vide juridique autour de la question de représentation des salariés actionnaires au conseil d'administration des entreprises expliquent incontestablement la situation paradoxale que beaucoup de professionnels soulignent à maintes reprises concernant le respect partiel de l'ensemble des droits associés au statut d'actionnaire salarié dans certaines grandes entreprises françaises cotées.

### Encadré 24: Actionnariat salarié comme levier d'enracinement des dirigeants?

*Extrait de l'entretien (interviewé n°12)*

*Q : Et du côté de la direction, comment ils justifient le fait que d'une part, c'est bien les salariés actionnaires qui ont sauvé la banque depuis le temps de l'OPA hostile de la BNP, d'autre part, il s'agit quand même des 10% du capital et des 12% de droits de vote, comment ils justifient ça ?*

R : Ils le justifient pas. Ils savent très bien que sur le fond des choses, c'est injustifiable, mais comme ils sont les principaux bénéficiaires de la situation, ils s'en satisfont assez facilement.

*Q : Mais pourquoi, qu'est-ce qui explique ce comportement ? Ils ont peur des salariés actionnaires ? Plus que d'autres… ?*

R : Ils ont pas peur des salariés actionnaires. Ils ont peur de perdre le contrôle plein et entier de la direction d'entreprise et notamment le pouvoir de fixer leur propre rémunération. C'est, il faut pas chercher plus loin. Dans une entreprise comme la BNP ou comme la Société Générale, qui est-ce qui désigne en réalité les administrateurs ? En théorie, enfin, si on ouvre le Code du Commerce, on va répondre : c'est l'assemblée générale des actionnaires. Oui, mais en réalité ? En réalité, c'est le président ! Donc, le président fait entrer

dans le conseil d'administration qui qu'il a envie d'y voir entrer. Et le président n'a pas envie que cette situation change ! C'est très simple à comprendre.

(…) Pourquoi est-ce qu'il y a de l'actionnariat salarié à la BNP et à la Générale ? Première raison : parce que l'État a voulu qu'il y en ait un, a voulu et veut qu'il y en ait un quand même. Deuxième raison : les présidents de ces deux banques se sont rendu compte que c'était quand même très utile, que c'est très utile à la bonne marche de l'entreprise, que c'est très utile pour se défendre contre les prédateurs extérieurs, et que c'est très utile également pour conforter l'exercice de leur propre pouvoir. Autrement dit, l'actionnariat salarié est utilisé comme une sorte d'autocontrôle aux mains des directions en place.

Il ressort ainsi de cette analyse que l'implication philosophique vis-à-vis de l'actionnariat salarié est un facteur déterminant important des conditions de mise en place de l'actionnariat salarié et de la capacité d'en faire un levier d'un management participatif.

### d) L'actionnariat salarié, levier d'un management participatif ?

Comme expliqué par les extraits d'entretiens suivants, même si il existe une réelle disparité au sein des entreprises françaises ayant choisi de mettre en place une politique d'actionnariat salarié, certaines en font indiscutablement un élément de leur vision stratégique à moyen terme, en utilisant le mécanisme de l'actionnariat salarié comme un composant d'un mode de management participatif.

En effet, l'actionnariat salarié peut être vu de différentes façons par la direction, et la perception des dirigeants influence ainsi les raisons de la mise en place de l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise. Notre étude empirique permet d'illustrer les disparités dans la conception des politiques d'actionnariat salarié par les entreprises françaises liées à des visions philosophiques différentes des dirigeants.

**Encadré 25 : L'actionnariat salarié pour un style de management participatif**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°8)*

« L'actionnariat salarié ce n'est pas une fin en soi, ça doit être le début de quelque chose. C'est-à-dire que pour l'entreprise ça doit être un autre mode de relations internes et de management, et de gouvernance pour les meilleurs si vous voulez, ceux qui veulent aller plus loin… (…) Il faut que les actionnaires salariés s'impliquent réellement dans la création de valeur dans leur entreprise. Mais pour ça il faut qu'on ait un management intermédiaire qui accepte qu'une collectivité d'actionnaires salariés puisse faire des propositions d'améliorations, et que ça soit canalisé (…) Il faut que le management intermédiaire et le management supérieur créent les conditions d'écoute, de propositions, d'innovations, d'amélioration que les actionnaires salariés peuvent faire... Dans les boîtes où il y a une vraie politique, comme par exemple chez Eiffage, ça se met en place, ou chez Auchan... Parce que… il y des gens qui sont désignés comme étant des représentants de l'actionnariat salarié. (…) Chez Eiffage, ça s'appelle les ambassadeurs, qui font des groupes de travail pour définir les conditions d'amélioration du fonctionnement de l'entreprise. Quand vous êtes arrivé à ce

stade-là, bah, ça veut bien dire si vous voulez que vous avez ouvert des plates-formes d'initiative (…) aux salariés actionnaires qui peuvent en tant que salariés et actionnaires s'impliquer davantage, faire des propositions d'amélioration, etc. Et le potentiel d'amélioration dans les entreprises, il est sur le terrain si vous voulez quoi…

Donc, si on sait gérer ça, on peut avoir des éléments de politiques de progrès, et on peut valoriser l'action d'ailleurs des actionnaires salariés. Mais il faut bien faire comprendre aux actionnaires salariés (…) qu'ils doivent rentrer dans un cycle justement d'implication, mais il faut que le management réunisse les conditions de cette implication et d'écoute. Si on a une ligne hiérarchique qui est très traditionnelle, (…) c'est clair qu'on ne peut pas faire de l'actionnariat salarié (…) une vraie démarche de progrès. (…) Le véritable actionnariat salarié, il faut que (…) le management dans l'entreprise ouvre un cadre d'implication, régulé, contrôlé (…). Je vous dis, dans l'esprit, il y a Auchan, il y a Eiffage qui sont en fait des sociétés qui sont caractérisées plutôt par le fait qu'elles sont des sociétés qui sont familiales, pas cotées en Bourse, qui ont librement mis en place de l'actionnariat salarié, qui ont de vrais projets d'entreprise. Et qui de ce fait, si vous voulez, ont tiré les constats que si elles faisaient ça, c'est bien parce qu'elles attendaient un retour sur l'investissement si vous voulez, etc. Et pas simplement un mode de rémunération de leur personnel si vous voulez…

Donc, c'est une autre culture, pourquoi ? Parce que dans les entreprises familiales, d'abord il y a une permanence des valeurs… Si vous allez chez Décathlon, les valeurs qui y sont promues sont les mêmes que il y a une dizaine d'années si vous voulez quoi… Et il y a un vrai projet d'entreprise, qui n'est pas remis en cause tous les 3 ans par un changement de président. Parce que, un actionnariat familial, il est stable par principe et donc, ils ont des visions longues et ce qui les intéresse, c'est d'associer leur salariés à une vision longue. Et pour ça, si vous voulez, ils font de l'actionnariat salarié, parce que c'est un accompagnement sur le moyen terme qui permet justement de modifier un peu le contexte interne de l'entreprise. Alors, ça ne veut pas dire que tout est beau… Ça veut dire que c'est là où on va trouver un peu plus je dirais d'éléments intéressants dans les pratiques de management et de gouvernance.

Nous pouvons ainsi distinguer clairement une implication philosophique «minimale » d'une implication philosophique « forte » des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié. Une implication philosophique «minimale » correspond à la vision des dirigeants qui conçoivent l'actionnariat salarié comme un outil permettant une flexibilisation des rémunérations associée d'une optimisation fiscale ou bien comme un mode de financement très favorable. Tandis qu'une implication philosophique des dirigeants « forte » correspond à des dirigeants ayant adopté une philosophie de management « humaniste » qui s'appuient sur l'actionnariat salarié pour transmettre une culture entrepreneuriale aux salariés afin de développer leur attachement à l'entreprise en les associant à ses bénéfices et à son processus de prise de décision.

Ainsi, cette implication philosophique des dirigeants « forte » est sensée démontrer un sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés et a de fortes chances d'avoir un impact important sur la conduite au jour le jour du plan d'actionnariat salarié, ainsi que sur l'intensité des droits à l'information et à la participation octroyés aux salariés.

**Encadré 26 : L'actionnariat salarié pour un style de management participatif**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°13)*

*Q : D'accord, donc quel est le rôle de l'actionnariat salarié, y a-t-il une vraie stratégie d'entreprise décidée ensemble ?*

R : Bah, la stratégie, c'est qu'elle est déjà maitrisée du point de vue de l'actionnariat. Et pour maintenir la cohésion, chaque année nous animons une convention où l'ensemble de 1800 salariés arrivent, le même jour (…) et (…) on fait une journée et donc on présente les travaux, les orientations qu'on va faire, plus les résultats et on fait participer les gens qui ont travaillé dans ces groupes de travail. Par exemple, il y a un an on a présenté les orientations stratégiques : qu'est-ce qu'on voulait faire dans les prochaines années ? (…)

*Q : Donc, c'est une stratégie qui vient plutôt de la part des salariés, pas imposée par la direction ?*

R : Mais la stratégie, ce qu'on fait, c'est qu'on va faire travailler des groupes en leur demandant, sur tel thème, qu'est-ce qu'on pourrait être, dans 20 ans ? (…) Et donc, on arrive à un système où on fait travailler des groupes (…). Ce sont des groupes de 15 personnes, de différents horizons (…). On les fait travailler sur ces thèmes-là. Après, on dit, voilà le résultat de leur travail. Comment on fait pour agréger alors ? On ne prend pas 100% de leurs solutions, parce qu'à un moment donné, il faut arriver à un compromis. Donc, on fait une synthèse, on représente cette traduction de différents compromis, (…) on (…) fait une restitution des groupes de travail, on refait travailler une dizaine d'ateliers là-dessus, et (…) ce n'est pas nous qui décidons. C'est le groupe qui décide. Et on présente ces synthèses des travaux. Une fois qu'on a fait ça, après on va essayer de les traduire et de les redescendre dans les sociétés en demandant comment vous allez faire pour ça, pour ça, pour ça ? Combien ça va vous coûter, combien vous avez des ressources, est-ce que vous y arriverez ? Et donc, c'est tout le travail de l'élaboration du plan stratégique.

Lors de l'état de l'art théorique, nous avions vu que les pratiques participatives ou l'*empowerment* sont nécessaires pour garantir la loyauté des salariés et indispensables pour créer et développer un fort sentiment de confiance organisationnelle entre les managers et les salariés (Mishra & Spreitzer, 1998 ; Nyhan, 1999 ; Barnes, 1981). Comme le soulignent Niehoff & al. (2001), l'*empowerment* est perçu comme une marque de confiance et de support qui conduirait les salariés à s'identifier davantage à leur organisation. Dirks et Ferrin (2002) démontrent par ailleurs le lien entre le soutien organisationnel perçu par les salariés et la confiance organisationnelle qui en résulte.

Une implication philosophique « « forte » des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié pouvant ainsi être perçue comme une forme de soutien organisationnel, ceci justifie notre interrogation quant au lien possible entre l'actionnariat salarié et la confiance organisationnelle, élément fondamental du capital social organisationnel.

## D. L'actionnariat salarié, une pratique de management du capital social organisationnel ?

Notre état de l'art théorique nous avait permis de distinguer deux formes capital social (Coleman, 1988) : le capital social «*ciment* » ou « *obligeant* » et le capital social « *passerelle* ». Selon Putnam, le capital social « *ciment* » ou « *obligeant* », constitué de liens forts, comporte une dimension affective et des réseaux denses et fermés et engendre de la réciprocité et de la solidarité, en facilitant la coopération et l'action collective au sein de la firme (Baret, 2006b).

Partant du principe que l'existence du capital social « *ciment* » ou « *obligeant* » implique le renforcement du contrôle social et une solidarité collective, ce qui diminue les comportements opportunistes et consolide la coopération des membres de la coalition productive, il en résulte une réduction des risques encourus par les individus dans les situations de coopération avec les autres (Baret, 2006). Du coup, le capital social apparaît être un facteur extrêmement utile pour face à un environnement fluctuant et incertain, particulièrement lorsque les transactions sont difficiles à spécifier contractuellement.

Nous avions ainsi formulé l'hypothèse 8 affirmant que l'actionnariat salarié était un moyen de coordination des interactions sociales au sein de l'entreprise, en renforçant notamment le capital social «*ciment* » ou « *obligeant* » de la firme.

L'interviewé n°3 nous explique en effet que l'actionnariat salarié « *c'est quelque chose qui nous lie. Quand j'interviens en interne sur le sujet, je le dis à chaque fois qu'on est associé dans un projet commun, alors qu'on a tous des fonctions différentes : juristes, financiers, commerçants, producteurs ou au développement et puis dans d'autres métiers extrêmement différents, tels que la bouteille, la fonte, l'isolation, le plâtre, le vitrage, etc. Quelque part, là, on a un creuset qui vient nous relier* ».

### a) Confiance organisationnelle

En poursuivant la logique des travaux de Leana et Van Buren (1999) sur les composants du capital social organisationnel, nous avions de même formulé l'hypothèse 10c stipulant

que l'actionnariat salarié était un outil permettant de construire et de renforcer la confiance organisationnelle.

Nous devons préciser ici un point méthodologique important et notamment le fait que ces deux dernières hypothèses ont été développées dans une logique d'aller – retour entre la théorie et l'enquête empirique. En fait, l'idée de « *l'actionnariat salarié est comme une forme de ciment pour l'entreprise* » avait émergé dès les tous premiers entretiens avec les professionnels interviewés. Ceci fût dès lors l'élément déclencheur de notre recherche d'un cadre théorique intégrateur des approches contractualistes et socio-cognitives de la firme permettant d'étudier cet aspect qui apparaissait fortement important dans les discours des professionnels, mais n'était pas abordé par les travaux théoriques au sujet des effets de l'actionnariat salarié sur la performance organisationnelle.

**Encadré 27 : « L'actionnariat salarié est comme une forme de *ciment* pour l'entreprise »…**

*Extrait de l'entretien (interviewé n°4)*

« L'actionnariat salarié a permis aux gens de se connaître, alors que dans beaucoup de cas, on se connaissait comme ça, mais le fait de pouvoir se rencontrer entre actionnaires salariés, on connaît mieux l'autre. Je l'ai vu lors de la dernière assemblée générale de l'association car certains ont découvert qu'il existait certaines activités dans le groupe, alors qu'ils ne le savaient pas. C'est vrai que pour des groupes de moyenne importance, c'est peut-être plus facile, mais pour nous, on est quand même 57 000 personnes, c'est énorme, on fait de tout (téléphones mobiles, moteurs d'avions, turbines d'hélicoptère, turbines pour la Marine, trains d'atterrissage, systèmes de freinage, capotages de moteurs, harnais électriques pour les avions…) et pour la partie « défense sécurité », on fait de la biométrie, des tas de choses, des métiers complètement diversifiés et hyper intéressants.(…)

Mais justement, je crois que l'actionnariat salarié apporte, encore une fois, de la cohésion. Je crois que la confiance, elle se fait quand il y a de la cohésion. S'il n'y a pas de cohésion, je crois qu'il est très difficile d'avoir un climat de confiance. (…) Alors, l'actionnariat salarié, il apporte au niveau de la gouvernance, pour les performances de l'entreprise, il apporte (…) quand il est représenté dans le conseil de l'entreprise, il apporte pour la gouvernance, ça c'est clair. Ça c'est certain. Encore une fois, il faut qu'il y ait cette notion de confiance réciproque, c'est basé là-dessus. De respect et de confiance réciproque. (…) On désamorce les problèmes. (…) Parce qu'il y a ces liens de confiance, parce que c'est basé sur une confiance réciproque. (…) C'est important.

Vous savez, il a fallu quand même du temps pour construire cela, ça s'est pas fait du jour au lendemain, c'est clair, (…) il nous a fallu à peu près deux ans pour construire ce climat de confiance et d'échanges. (…) Chez nous (…) dès qu'il y a un problème (une décision qui est prise et qui nous semble poser problème), on va en parler et il y a un dialogue qui s'instaure. Bon, la décision parfois elle est prise et on ne peut pas revenir en arrière, mais ils font autre chose pour pallier aux conséquences que nous on peut voir par rapport aux décisions qui ont été prises. Ça, ça a été notre première étape, quand on a acquis ce climat de confiance réciproque, parce qu'il fallait aussi quand même une confiance réciproque : il fallait que les dirigeants de la société aient confiance en nous, et puis il fallait que nous aussi, on ait confiance en eux, parce que c'est pas si simple non plus.

C'était vraiment un climat de confiance réciproque. Ça – ça a été le premier principe. Et puis il nous a fallu deux ans. Le deuxième qui pour nous est important, c'était un concept de gagnant – gagnant. C'est-à-dire

que si nous, on apportait quelque chose, tout le monde devait être gagnant dans ce qu'on apporte, mais *vice versa*, pareil du côté de la Direction, il faut qu'on soit gagnant aussi, l'ensemble de l'entreprise, les dirigeants, les salariés ».

Le rôle de l'actionnariat salarié comme déterminant fort de la construction d'une confiance organisationnelle apparaît donc comme tout à fait central dans notre analyse des effets socio-cognitifs de cette pratique de management qui est l'actionnariat salarié. La confiance organisationnelle a des effets importants au sein de la firme en favorisant la coopération et l'atteinte des objectifs collectifs et en permettant de créer des liens facilitant l'échange de connaissances propice à la construction du capital intellectuel de l'entreprise.

Par ailleurs, et afin d'analyser l'influence de l'actionnariat salarié sur les facteurs-clés du capital social organisationnel (hypothèse 10), nous avons avancé l'hypothèse 10a considérant que l'actionnariat salarié est un outil permettant de « donner du sens » aux actions collectives à travers l'existence d'objectifs collectifs et de valeurs partagés par l'ensemble des membres de l'entreprise.

Ce qui permet d'envisager autrement l'importance de tous les efforts de communication et de pédagogie envers les salariés soulignés par la majorité des professionnels rencontrés comme étant des pratiques managériales accompagnant souvent la mise en place des plans d'actionnariat salarié.

Selon l'interviewé n°2, « *la véritable difficulté qui fait le secret des meilleures performances, c'est cette capacité d'aller le plus loin possible dans la pédagogie, parce que chaque fois qu'on fait de la pédagogie, on fait mieux comprendre l'entreprise, les pourquoi et comment de sa performance. Cela permet à chacun de comprendre « à quoi il sert » au sein de l'entreprise et en quoi il contribue. C'est parfois une vision un peu idyllique, mais ce n'est pas totalement faux, parce que chaque fois que chacun le comprend, de manière naturelle, quelle est la part qu'il apporte* ».

Nous rappelons que parmi les antécédents de la confiance organisationnelle, trois éléments sont habituellement mentionnés comme étant sources de confiance : les *aptitudes* de la partie en qui on fait confiance, sa *bienveillance* et son *intégrité* (Mayer & al., 1995; Mayer & Gavin, 2005; Whitener, Brodt, Korsgaard & Werner, 1998).

Toutes ces pratiques autour de l'actionnariat salarié permettent à l'entreprise de prouver une forme d'engagement et de loyauté à l'égard des salariés car le fait de communiquer ouvertement traduit l'importance que l'entreprise accorde aux salariés. Cette communication (à travers la fréquence, son contenu, ses modalités) reflète une pratique discrétionnaire qui met les salariés au cœur des réalisations organisationnelles (Guerrero

& Herrbach, 2009), certains auteurs considèrent par ailleurs que le partage de l'information est une ressource majeure qui est échangée pour construire une relation de confiance durable (Foa & Foa, 1974)

**Encadré 28 : Actionnariat salarié permet de communiquer mieux et différemment pour « *donner du sens* »**

*Extrait d'entretiens*

«Je ne dis pas que ça abolit les barrières (…) Mais je pense que c'est un plus et que c'est une amélioration des relations (…) que de mettre ensemble des gens qui n'étaient jamais ensemble. Moi, le directeur de la stratégie, je pense que quand on le voyait, et puis le directeur financier, ou le directeur du personnel, qui s'appelle le DRH maintenant, etc. Quand on les rencontrait, quand ils venaient voir les gens de l'association, bah les gens de l'association n'avaient jamais vu ce gars-là. Lorsque vous avez une assemblée générale (…) et que le directeur général (…) vient raconter pendant trois quarts d'heure sa vision de chose… (…) Les gens n'avaient jamais entendu ce bonhomme-là. Ou bien, quand (…) le *président himself*, qui vient dire « *voilà ce qu'on va faire* », il reste là pendant une heure et dit « *voilà ce qu'on va faire, voilà ma vision des choses* ». Après il y a des questions, directes quelquefois d'ailleurs. (…) Voilà, vous voyez, c'est quand même une amélioration. Comment vous chiffrez ça, j'en sais rien, on ne l'a pas chiffré. (…) Il y a de grandes manifestations de communication (…) du président vis-à-vis des salariés sur l'actionnariat salarié (…) devant des gens (du monde entier) avec la possibilité de poser des questions, avec une certaine interactivité. (…) Je ne dis pas que ceci, ça fait plus quatre pourcents (*on sous-entend de productivité*)… Mais, n'empêche que raisonnablement, c'est une métamorphose de l'entreprise, c'est-à-dire que quand même une meilleure communication. (…) Parce qu'il y a quand même un environnement culturel commun » (interviewé n°10).

« La vision des salariés qui, en tant qu'actionnaires salariés, savent qu'ils vont avoir plus de 10% de droit de vote à l'assemblée générale - ce qui est considérable -, donc quelque part, avec cette expression possible du droit de vote, ils vont le mettre à l'appui des décisions de la Direction parce qu'ils ont confiance en elle, ou ils ont le pouvoir de désavouer. Ils prennent donc conscience qu'ils ont un vrai poids, et donc tout ne peut pas être décidé sans eux. Le mécanisme de représentativité doit bien fonctionner, ce n'est pas une affaire neutre en somme » (interviewé n°3).

« Il y a des signes qui sont non institutionnels qui existent bel et bien : il y a par exemple une association des actionnaires salariés qui a sa vie et qui chaque année a sa propre assemblée générale, où les dirigeants du groupe y viennent pour faire une intervention sur la stratégie, la vie du groupe. Ils s'exposent donc dans le cadre d'une assemblée générale à des questions éventuelles. Cela n'est pas institutionnel, ce n'est pas écrit dans le marbre, mais ça s'est toujours fait. Je veux dire, des salariés qui assistent à ces assemblées générales et qui voient ça, non contents d'avoir éventuellement leur représentant au conseil d'administration de manière formelle, ils voient ce genre de choses qui se font. Ça contribue à la motivation. On se dit que ce n'est pas du vent, ce n'est pas une façade » (interviewé n°3).

A travers ces pratiques managériales l'entreprise montre l'importance qu'elle accorde aux valeurs et aux principes que les salariés considèrent comme acceptables ce que les salariés peuvent percevoir comme une forme de « *soutien organisationnel* » influençant ainsi la formation de leur propre engagement organisationnel. En effet, selon Mayer et al. (1995), les actions mises en place par l'entreprise pour montrer qu'elle cherche à valoriser les salariés et qu'elle est sensible à leur bien-être indiquent justement de la bienveillance de la part de l'entreprise.

Nous avons vu que la perception de bienveillance est opérationnalisée à travers le concept du *soutien organisationnel perçu* proposé par Eisenberger et al. (1986) qui le défini comme « *la croyance d'un salarié à propos du degré de soin et d'attention que l'entreprise lui porte et de la façon dont elle valorise ses contributions* » (*ibid.*). Ainsi, le concept de soutien organisationnel perçu représente la perception que le salarié a de la bienveillance de l'organisation à son égard, de la manière dont l'organisation valorise ses contributions et se soucie de son bien-être, et se présente donc comme une source potentielle majeure de confiance organisationnelle (*ibid.*).

Comme témoigne l'interviewé n°19 concernant le rôle important de l'actionnariat dans ce sens, « *les salariés pensent qu'on leur fera pas entre guillemets des «coups bas» sans les prévenir (…) et qu'on va pas vendre un gros morceau d'entreprise, voire toute l'entreprise, du jour au lendemain sans prévenir personne à l'avance. (…) Je pense que (…) l'actionnariat salarié joue un rôle (…) relativement important à cet égard. Il me semble que c'est assez vrai d'une manière générale, il me semble que pour la Société Générale, vous avez vu, quand même l'actionnariat salarié a joué un rôle fort, très-très fort, ils se sont tous serré les coudes. Après tout, ils étaient pas obligés, ils étaient pas obligés ! Donc, ils auraient très bien pu, il y en aurait qui aurait pu dire : bah tiens, c'est une excellente occasion, bonne nouvelle, la Générale va être vendue et nous, on va faire une plus-value. Ils auraient pu réagir comme ça, ça n'a pas du tout été le cas ! Donc, oui, ça crée, je pense que ça crée de la confiance et, à mon avis, à juste titre, à juste titre, vous pouvez pas traiter un actionnaire salarié tout à fait de la même façon qu'un salarié tout court, à mon avis* ».

Les pratiques de communication et de partage de l'information ont été validées comme étant des déterminants importants permettant de générer la perception qu'il existe un soutien organisationnel (Allen et al., 2003), ou bien comme des antécédents directs de la confiance parce qu'elle encourage la partage et l'échange d'idées (Whitener, Brodt, Korsgaard & Werner, 1998).

A partir de ces expériences, les salariés ont confiance dans la volonté de l'organisation de reconnaître et de récompenser leurs efforts au travail, et l'actionnariat salarié peut ainsi renforcer cette *confiance organisationnelle* grâce à un effet médiateur de leur perception du soutien organisationnel.

Par ailleurs, l'effet positif entre le *soutien organisationnel perçu* et *l'implication organisationnelle affective* des salariés a été largement démontré dans les recherches antérieures (Eisenberger et al., 1990).

### b) Implication organisationnelle

L'analyse socio-cognitive des effets organisationnels de l'actionnariat salarié met en perspective le rôle fort de l'actionnariat salarié et son impact positif potentiel sur la création de valeur grâce à l'association de trois effets inter reliés à travers la création d'intérêts communs, le sentiment de loyauté de la part de l'entreprise envers ses salariés et l'engagement organisationnel des salariés (cf. chapitre 2).

En effet, si le développement de l'implication organisationnelle apparaît quand le salarié considère que ses relations avec son organisation sont basées sur l'équité, la justice et la loyauté, l'actionnariat salarié est une pratique favorisant l'implication des salariés dans l'atteinte des objectifs collectifs (hypothèse 9) car « *les gens s'impliquent beaucoup plus dans leur métier quand ils se sentent reconnus quelque part et quand ils se sentent considérés* » (interviewé n°4).

Ce n'est pas le seul facteur incontestablement, mais c'est un élément important selon l'interviewé n°6 : « *le besoin d'être reconnu pour moi, je le retrouve dans mon métier avec l'actionnariat salarié, il n'y a pas que ça, bien évidemment, mais c'est de dire - j'ai besoin d'appartenir à un ensemble, de m'y sentir présent et l'actionnariat salarié me permet cela* ».

Le lien entre la *confiance* et *l'implication organisationnelle* a par ailleurs été mis en évidence, la confiance étant considérée comme une « clef » pour le développement de l'implication, surtout l'implication affective des salariés qui manifestent davantage de loyauté envers leur organisation (Couteret, 1998 ; Campoy et Neveu, 2007).

En fait, l'absence de confiance entraîne par contraste une diminution de l'implication organisationnelle des salariés, mais surtout des « *coûts non quantifiables générés par la non exploitation des potentiels* » (Diffie-Couch, 1984, p.32) car les salariés ne se sentent plus concernés par les objectifs de l'entreprise dès lors que, de leur point de vue, l'entreprise n'est pas digne de confiance et le système ne récompense pas leurs efforts.

La particularité de la confiance et de l'implication organisationnelle, c'est le temps nécessaire pour leur mise en œuvre, car ce sont deux attitudes qui se bâtissent sur le long terme, d'où l'intérêt des pratiques de management participatif telles que l'actionnariat salarié qui incitent tant l'entreprise que les salariés actionnaires à s'investir dans ce long

processus de construction et de développement des normes et des liens de réciprocité au sein de l'entreprise.

C'est d'autant plus important dans l'économie des connaissances du 21ième siècle où la création de valeur dépend principalement des idées et de l'innovation qui se trouvent dans la tête des salariés (Zara, 2004). L'entreprise ne peut pas forcer ses salariés à innover, elle doit inventer de nouveaux modes d'organisation permettant de mobiliser l'intelligence collective et les connaissances. Ceci implique un changement par rupture, il s'agit d'une véritable innovation sociale.

Selon Zara (2004), ce qui crée de la valeur, ce n'est pas l'information en elle-même, mais la qualité de l'interaction des personnes autour de l'information. Cette valeur construite par le collectif sera très supérieure à la simple somme des talents de chacun, du coup - le défi des managers est d'être capable d'ajouter à la dimension rationnelle une dimension relationnelle pour créer des réseaux humains. L'auteur rappelle ainsi que l'enjeu des entreprises aujourd'hui consiste à savoir, vouloir et pouvoir mobiliser l'intelligence collective[102] et les connaissances. Les compétences nécessaires pour le management de l'intelligence collective se résument par le fait de savoir créer le *vouloir coopérer*, le *savoir coopérer* et le *pouvoir coopérer* et, d'autre part, de savoir piloter les processus collectifs de coopération menant à une action collective (*ibid*.).

L'évolution qui s'annonce dans les modes d'organisation, de fonctionnement et de management met sur le devant de la scène la nécessité de revisiter les pratiques de management de l'intelligence collective d'une organisation afin de créer une dynamique de coopérations intellectuelles interpersonnelles ainsi que pour créer des coopérations internes entre équipes, entités.

Bien évidemment, l'actionnariat salarié ne permet pas tout seul de faire face à ce défi de taille, mais les résultats de notre étude empirique semblent conforter l'idée que, sous certaines conditions, l'actionnariat salarié peut créer une dynamique permettant de faciliter le développement des différentes dimensions de l'intelligence collective (cf. tableau 48) telles que formalisées par Zaïbet-Gréseille (2008).

L'analyse des entretiens réalisés lors de notre étude empirique met clairement en évidence un lien entre les différentes pratiques managériales développées par les entreprises pour

[102] L'intelligence collective est définie par Mack (2004, cité in Zaïbet-Gréseille, 2008) comme étant « *une capacité qui, par la combinaison et la mise en interaction de connaissances, idées, opinions, questionnements, doutes… de plusieurs personnes, génère de la valeur (ou une performance ou un résultat) supérieure à ce qui serait obtenu par la simple addition des contributions (connaissances, idées, etc.) de chaque individu* ».

accompagner la mise en place du dispositif de l'actionnariat salarié et les dimensions cognitive et relationnelle de l'intelligence collective identifiées par Zaïbet-Gréseille (2008).

**Tableau 47 : Les dimensions de l'intelligence collective**

**Définition de l'intelligence collective** : ensemble des capacités de compréhension, de réflexion, de décision et d'action d'un collectif de travail à taille humaine issu de l'interaction entre ses membres et mis en œuvre pour faire face à une situation de travail présente ou à venir.

| | dimensions | sous - dimensions | composantes | | traces |
|---|---|---|---|---|---|
| | Cognitive | Compréhension collective | intercompréhension | | Les membres du collectif développent un esprit d'équipe propre à eux. |
| | | | représentation partagée | | Les individus confrontent leur représentation de la situation. |
| | | | langage en commun | | Une personne extérieure ou nouvelle au collectif ne les comprendrait pas ou difficilement. |
| | | | élaboration en commun | | Les individus se mettent d'accord sur la marche à suivre et les buts à atteindre. |
| | | Réflexion collective | Mémoire collective | savoirs théoriques (pensée) | Existence de savoirs communs au collectif. |
| | | | | savoirs actionnés (action) | Existence de savoir - faire donc de savoir liés à l'expérience, à l'action. |
| systémique | | | | savoirs actionnables (pensée-action) | -Existence à la fois de savoirs et de savoirs faire. Ce qui se traduit par des savoirs pour agir ensemble au sein du collectif.<br>-Capacité du collectif à savoir prélever dans son environnement les données utiles et surtout pertinentes pour la conduite de son action. |
| | | Décision collective | objectif commun | | -Prise d'une décision non pas par l'ensemble mais construite par l'ensemble.<br>-la construction de la décision a mobilisé l'intelligence collective et les connaissances de chacun des membres de l'équipe. |
| | relationnelle | Action collective | collaboration | interdépendance | La personne mentionne le besoin d'une coordination avec les autres. |
| | | | | co-activité | La personne mentionne l'influence de ce qui est fait à un poste sur les autres (Bataille, 2001). |
| | | | | interaction | La personne mentionne le fait qu'elle a besoin des autres pour faire face à une situation de travail et agir. |
| | | | cohésion d'équipe | | -le collectif agit comme une même et seule unité.<br>- Existence d'une dynamique collective. |
| | | | comportements | | -Le collectif s'adapte aux comportements des divers membres. |
| | | | conflits | | -Le collectif est composé de différents individus qui par l'échange de leurs points de vu, créent de l'intelligence et donc enrichissent le collectif. |
| | | | autonomie | | -Indépendance de l'équipe et des individus dans l'équipe. |
| | | | Confiance | | - Chaque membre fait confiance à un individu pour sa capacité à… |

(*Source* : Zaïbet-Gréseille, 2008)

Concernant la dimension relationnelle de l'intelligence collective, l'actionnariat salarié contribue visiblement au renforcement de la confiance organisationnelle et de la collaboration au sein de la firme. Ainsi, si la finalité du management de l'intelligence collective est de faire émerger la confiance entre les membres du collectif et de favoriser l'engagement dans l'action (Zara, 2004), alors l'actionnariat salarié est bel et bien un dispositif permettant de créer un contexte organisationnel propice au développement de l'intelligence collective.

Quant à la dimension cognitive de l'intelligence collective définie par Zaïbet-Gréseille (2008) à travers trois sous-dimensions et notamment la compréhension, la réflexion et la décision collective, l'actionnariat salarié facilite clairement la compréhension collective au sein de l'entreprise. En effet, cette pratique de management favorise l'intercompréhension des salariés et des dirigeants et l'élaboration en commun d'une représentation partagée et d'un langage en commun, grâce aux efforts de communication et de pédagogie qui accompagnent souvent la mise en place des plans d'actionnariat salarié dans les entreprises françaises, comme le témoignent les professionnels interviewés. Par ailleurs, l'actionnariat salarié permet de renforcer les valeurs et la culture organisationnelle communes, éléments propices à la coopération et à l'action collectives au sein de la firme.

Sous certaines conditions, l'actionnariat salarié peut aussi être un facteur permettant de faciliter la réflexion collective et la décision collective. Selon Zara (2004), la confiance et l'implication organisationnelle vont émerger :

- si les gens sont impliqués dans la construction des décisions qui les concernent, en donnant leurs idées et en participant aux controverses,
- si, une fois la décision prise, le pourquoi, les raisons d'une décision sont expliquées pour que chacun puisse s'assurer que les décisions ont été prises dans l'intérêt de l'organisation (l'engagement existera même pour ceux dont l'opinion n'a pas été retenue),
- si, une fois la décision prise, les nouvelles règles du jeu sont clairement établies et comprises par tout le monde.

Nous avons vu qu'une des conditions nécessaires pour permettre à l'actionnariat salarié de jouer son rôle de dispositif « producteur » de capital social et d'intelligence collective, c'est l'exemple donné par le top de management à travers une implication philosophique forte envers l'actionnariat salarié.

Selon Zara (2004), c'est justement en temps de crise et de changements majeurs qu'on peut observer une position ambiguë au sein des entreprises en ce qui concerne le management de l'intelligence collective : « *plus la situation est difficile, plus la crise est*

*importante et moins le niveau collectif aura sa place alors même que c'est à ce moment qu'on demande aux gens de faire des efforts... collectifs ! Pris dans l'urgence, tétanisés par la peur, réfléchir devient une perte de temps, le collectif un danger car le faire réfléchir c'est potentiellement prendre le risque qu'il se fédère contre la direction... En période de crise, la psychologie et l'irrationnel gouvernent. C'est en fait dans les situations de crise qu'on devrait renforcer au maximum la réflexion collective* ».

### c) Sentiment d'actionnariat psychologique

La littérature théorique considère que le mécanisme de l'actionnariat salarié peut effectivement développer un sentiment d'actionnariat psychologique chez les salariés (hypothèse 12) qui joue un rôle médiateur dans les effets de l'actionnariat salarié sur des variables attitudinales telles que l'implication organisationnelle et la satisfaction au travail (Pendleton, Wilson, & Wright, 1998, p.114; Wagner, Parker, & Christiansen, 2003, p.863). Ces recherches mettent ainsi en évidence le fait que quand les salariés sont aussi propriétaires, leur relation avec l'organisation change et cela affecte la façon dont ils pensent et agissent (Vandewalle, Van Dyne et Kostova, 1995 ; Pendleton & al., 1998).

**Encadré 29: Le sentiment d'actionnariat psychologique**

*Extrait d'entretiens*

« C'est un sentiment de fierté, c'est plus seulement de dire « *je suis salarié de mon entreprise* », c'est de dire, « *là j'appartiens, je suis actionnaire de mon entreprise, mon entreprise m'appartient un petit bout, c'est mon entreprise* ». Le « *mon* » est important, c'est vraiment du possessif, mais cela étant, je ne dis pas que c'est tous les salariés, qui sont comme ça, mais il y en a beaucoup pour qui c'est le sentiment de dire *« c'est mon entreprise, je suis, je vais pouvoir dire, je suis actionnaire de mon entreprise* » (interviewé n°6).

« Aujourd'hui, les gens se sentent concernés par leur entreprise. J'en rencontre beaucoup dans les centres qui me disent que même s'ils n'ont pas beaucoup d'actions, ils se sentent un peu propriétaires de leur entreprise et il faut faire quelque chose pour elle. L'état d'esprit que cela a développé s'est maintenu, mais continue aussi à se développer. (interviewé n°4).

« Il y a quand même peut-être un sentiment d'appartenance ou de fierté un peu supérieur parce qu'on peut dire : « *nous sommes maîtres chez nous* ! ». Moi, quand on me dit : « *qui est actionnaire de la CEGOS* ? », moi, je dis : « *bah c'est nous* », même si je dis après : « *bon, les managers, ils en ont un peu plus, mais nous, on a quand même 25%, etc.* ». C'est vrai que je suis content de dire ça quand même. Et ça joue un peu quand même » (interviewé n°18).

« On a cœur à entendre des informations intéressantes sur notre boîte, pour nous c'est valorisant » (interviewé n°11).

« Bah, ça a un impact parce que premièrement, les gens du terrain que l'on pourrait croire éloignés de la société, en fait, ils deviennent… Ce sont leurs immeubles. Alors, c'est mon immeuble, c'est mes locataires, c'est à eux. Donc, ils se sont approprié leur territoire, et il y a des liens beaucoup plus forts que la relation

client - fournisseur. (…) Il y a beaucoup de liens et (…) donc là, eux, ils s'impliquent particulièrement, ils sont fiers de présenter nos résultats. Et donc, eux – ils s'identifient à un programme, pour eux – il faut collectivement améliorer. (…) Et en même temps, en étant actionnaires, ils peuvent mesurer les résultats de leurs actions » (interviewé n°13).

« Et puis, l'actionnariat salarié apporte aussi au niveau des salariés, parce que je peux vous dire qu'un salarié qui est actionnaires, et bah il travaille différemment et ça on l'a vu, l'expérience l'a montré chez nous. (…) On a vu un changement de comportements des salariés (…) qui étaient actionnaires. Ils s'investissent dans leur travail, (…) ils s'investissent autrement, parce que quelque part ils ont l'impression de le faire un peu pour eux quoi. C'est ce sentiment d'appartenance. Même si on est tout petit actionnaire, ça ne fait rien, on est quand même propriétaire » (interviewé n°4).

«Voilà, encore une fois en même temps, je pense, mais ça c'est très-très difficile à chiffrer et à exprimer d'une manière quantitative, dans une société comme la nôtre, c'est clair que cette conscience d'actionnariat salarié est forte, elle est très-très forte. Je pense que (nos) salariés (…) ne s'imaginent pas (…) dans un contexte où ils sont pas actionnaires. (…) Ce sentiment d'appartenance c'est aussi le sentiment de propriété, bien sûr. (…) Même si (…) en proportion du capital individuellement ça peut être ridicule, mais quand même (…) chaque fois que (nos) salariés (…) font par exemple (des interventions) à l'extérieur, vers nos clients (…) ils disent : tout ça, ça c'est nous quoi, et ça joue » (interviewé n°19).

« C'est tout le problème de la communication autour de l'actionnariat salarié. Si l'entreprise ne fait pas l'effort de rendre les gens responsables, ils resteront irresponsables. Ça veut dire un changement d'état d'esprit dans l'entreprise. (…) On se sent partiellement propriétaire, considérés, et c'est à double sens. C'est aussi bien du management vis-à-vis de son subalterne que du subalterne vis-à-vis de son management. Remonter des choses, discuter, quel est le but de ce que le salarié fait ? » (interviewé n°1).

En effet, l'actionnariat salarié confère aux salariés à travers la détention d'actions la propriété d'une partie (infime) de leur entreprise. Selon Vandewalle et al. (1995), l'actionnariat psychologique représente une relation qui fait que les membres d'une organisation éprouvent un sentiment de propriété envers un « *objet-cible* » s'exprimant par des expressions de type « *mon travail* » ou « *notre organisation* ».

Il apparaît ainsi que ce « *sentiment de propriété psychologique* » est de nature à influer sur les attitudes et les comportements des salariés actionnaires au travail, créant ainsi les conditions nécessaires au renforcement du capital intellectuel de la firme.

L'interviewé n°2 explique que l'actionnaire salarié devient dès lors « *le premier ambassadeur. (…) Ça vient donc renforcer cette notion-là. A partir du moment où vous êtes non seulement l'ambassadeur, mais en plus vous êtes l'actionnaire. Les chauffeurs parlent entre eux quand ils vont sur les sites de clients, les gens parlent… Ils sont fiers de l'entreprise. C'est un des éléments de constitution de ce lien d'appartenance et ce dernier est l'un des éléments moteur de la performance. (…) Grâce à la pédagogie et puis le fait qu'ils sentent que c'est leur épargne, cela a de la valeur pour eux. Ils s'intéressent, donc ils essaient de mieux comprendre. Ce n'est pas vrai partout, mais ça touche toutes les catégories de population, pas forcément le niveau de l'encadrement. On s'aperçoit que ça ne suit pas les critères socio-professionnels. J'ai été surpris de croiser des chauffeurs qui*

*lisent quasiment tous les jours les cotations et qui lisent et analysent des journaux économiques. Ça a quand même eu cet effet là car cela a été une réussite. (…) Les premiers ambassadeurs chez nous sont les chauffeurs* ».

**Encadré 30 : Sentiment d'actionnariat psychologique dans les grandes entreprises multinationales**

*Extrait d'entretiens*

« Sentiment d'appartenance, ça sûrement. Un peu propriétaire, je sais pas, mais d'appartenance en tout cas et une culture globale oui, et surtout là, pour le coup dans les groupes mondiaux, autant que dans les groupes familiaux parce que souvent, dans des cultures très différentes, avec des groupes qui se sont étendus, quelques fois à plusieurs dizaines de milliers des kilomètres de chez eux. Soit il y a une marque globale mondialement connue et il n'y a pas de sujet : on appartient à Coca-Cola, on appartient à LVMH et on est fier, etc. ; soit il y a moins ça parce que c'est un groupe industriel qui n'a pas un produit très grand public et une marque reconnue, et là - l'action peut être un ciment, un lien entre les salariés de différentes cultures. (…) Je crois que ça dépend des masses et des volumes. (...) S'il y a une vraie politique de distribution d'actions gratuites, de participation importante, d'abondements importants pour les plans d'actionnariat salarié, de distribution à nouveau d'actions gratuites au bout d'un certain nombre d'actions, de détention, s'il y a une vraie volonté de construction d'un noyau dur d'actionnaires salariés, il me semble que dans certains groupes, ça marche (…) Donc, quand ça dépasse un certain seuil et quand notamment ça devient le premier pôle de référence d'actionnaires de l'entreprise, j'ai l'impression que ça crée le sentiment de la propriété, oui» (interviewé n°16).

« Et accessoirement, il faut bien voir que dans un groupe multinational, le seul élément d'unité, c'est souvent l'actionnariat salarié. Parce que dans un groupe, bon, le statut du personnel varie d'un pays à l'autre et parfois même à l'intérieur du même pays c'est pas le même. La langue de travail peut varier, les habitudes, enfin, tout peut varier. Mais donc le seul élément qui permette à un groupe, à une multinationale d'expression française de donner à tous ses salariés le sentiment d'appartenance au même groupe, c'est l'actionnariat salarié » (interviewé n°12).

« Je pense qu'il est assez démontré que l'actionnariat salarié peut-être un *projet fédérateur* pour les salariés et c'est pas un vain mot… C'est-à-dire que concrètement, je vais prendre un exemple qui m'a touché moi de près, c'est le rachat du Crédit Lyonnais par le Crédit Agricole. Quand un groupe rachète une autre entité, l'un des premiers actes fédérateurs qu'il va mettre en place, c'est une opération d'actionnariat salarié. Ça me parait bien vu parce que ça permet de donner aux salariés de manière immédiate sa nouvelle appartenance si vous voulez. C'est un acte d'appartenance qui est évident, vous achetez un titre de votre entreprise. (…) Et si c'est bien relayé en matière de communication, c'est quelque chose qui à mon avis fait du sens et est plutôt efficace. Ça, c'est probablement un premier point, donc c'est fédérer, développer le sentiment d'appartenance, notamment dans des groupes qui passent leur temps à racheter des filiales tous les jours. On ne se rend pas compte, mais le périmètre des entreprises change tous les jours, il y a qu'à voir la difficulté qu'ont les entreprises quand on fait une opération d'actionnariat, à nous donner le périmètre, y compris dans les DRH. Elles ne savent pas quelles sont les entités qui sont dans le groupe. Ça parait ahurissant, mais c'est la réalité vraie ça… Parce que voilà, ça rentre, ça sort tous les jours, et que avoir le pourcentage de détention, les effectifs, etc, etc, je vous promets que c'est un boulot monstrueux. Et nous qui sommes teneur de compte en aval, qui devons voir tous les noms des salariés en face, pour construire les référentiels en amont… Mais c'est un mal nécessaire en quelque sorte dès lors qu'on veut développer le sentiment d'appartenance, fédérer » (interviewé n°5).

Dans cette logique, Buchko (1992a) considère que les sentiments d'influence ou de contrôle de la part des salariés actionnaires sont nécessaires au développement de l'actionnariat psychologique. Dès lors, l'impact de l'actionnariat salarié peut être analysé comme un processus ayant au moins deux étapes : l'actionnariat salarié peut conduire à un sentiment de propriété psychologique qui, à son tour, peut entraîner une implication et une plus grande satisfaction des salariés (Pendleton et al., 1998).

Effectivement, un actionnaire salarié qui pense et se comporte comme un « *propriétaire* » renforce les effets attitudinaux et comportementaux positifs pour l'entreprise, et ce type de comportements est positivement relié à la performance organisationnelle (Wagner et al., 2003) : «*aujourd'hui, le patriotisme d'entreprise se manifeste par cette confiance que l'on a dans son entreprise lors d'une opération. On demande finalement aux gens de s'engager (…) dans l'entreprise et je crois qu'effectivement cette action volontaire du salarié le lie lui-même à l'entreprise. Donc, il y a évidemment une opération séduction de l'entreprise et une opération d'action du salarié vers l'entreprise. (…) C'est quand même l'adhésion. C'est l'adhésion, c'est « je fais partie de l'entreprise ». Ce n'est pas « je vais travailler plus », c'est « je fais partie de l'entreprise », donc, forcément il doit y avoir une conséquence sur le plan de la compétition, de la compétitivité, mais l'actionnariat salarié, c'est «bon, j'en fais partie, c'est un peu ma maison», et donc, voilà… Ce n'est pas directement la motivation, mais c'est plus fort que ça* » (interviewé n°10).

Par ailleurs, Caramelli (2006) s'interroge si dans le cas des grandes entreprises les actionnaires salariés peuvent aussi développer un sentiment de propriété pour l'entreprise dans son ensemble, pour conclure, en allant dans le sens des travaux de Van Dyne, que le sentiment de propriété psychologique peut également se développer vis-à-vis d'une cible plus restreinte que l'ensemble de l'entreprise. C'est ce type de sentiment d'actionnariat psychologique qui peut se développer auprès des salariés de grandes entreprises multinationales.

La mise en perspective de l'importance de l'actionnariat salarié pour construire une stratégie de management de l'intelligence collective permettant de faire face aux enjeux renouvelés de l'économie de la connaissance d'un coté, tout comme l'importance de la notion d'actionnariat psychologique de l'autre coté, ces développements nous amènent maintenant à la nécessité d'aborder le dernier thème de notre enquête empirique, et notamment l'étude du rôle cognitif de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises françaises cotées.

## E. Le rôle de l'actionnariat salarié dans l'approche socio-cognitive de la gouvernance d'entreprise

Notre analyse théorique des effets de l'actionnariat salarié sur les mécanismes modernes de gouvernance d'entreprise avait mis en évidence le fait que le dispositif de l'actionnariat salarié peut avoir un rôle cognitif fort et important dans la transmission des informations entre les salariés actionnaires et les dirigeants (hypothèse 13), en apportant *une aide précieuse à la prise de décision stratégique par les dirigeants* tout en facilitant le management de l'intelligence collective au sein de la firme.

Effectivement, nous rappelons que selon les travaux de Poulain-Rehm (2006), le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises est susceptible de s'exercer à un double niveau : premièrement, à travers la représentation des salariés actionnaires aux instances de décision de la firme et deuxièmement – par le biais de l'instauration d'un régime de confiance au sein de la firme. Bien évidemment, il faut du temps pour construire de telles relations de confiance réciproque, l'effet n'étant pas automatique.

« En fait, j'ai voulu développer la relation de confiance que j'avais avec les dirigeants, au sein du Conseil. C'est exactement le même principe que j'avais adopté avec les membres du Conseil. C'était de dire *« voilà, moi à priori j'ai confiance en vous, vous – vous n'avez pas confiance en moi »* (car au début, on voyait que certains membres n'étaient pas contents de nous voir en réunions du Conseil). En rajoutant, « *vous pouvez, pas vous devez, mais vous pouvez avoir confiance en moi* », et c'est ce que j'ai fait. C'est pour ça que je suis intervenue plusieurs fois dans les Conseils, mais de la manière la plus pragmatique qu'il soit, la plus proche des préoccupations de l'entreprise et de ses salariés et actionnaires, pas de salariés en tant que salariés, mais de salariés – actionnaires, donc de l'ensemble des actionnaires. Et je vous assure, qu'il n'a pas fallu beaucoup de temps pour vaincre les réticences » (interviewé n°4).

L'actionnariat salarié permet ainsi de stimuler la dimension cognitive de l'intelligence collective selon la typologie de Zaïbet-Gréseille (2008) notamment à travers la formation des décisions et la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux par *la réduction des conflits et / ou des coûts cognitifs au sein de l'entreprises tout comme dans les relations de l'entreprise avec les autres parties prenantes* (investisseurs, syndicats, etc.). Dans l'approche cognitive de la gouvernance d'entreprise, le conseil d'administration se voit attribuer un rôle dans la production de nouvelles opportunités, il contribue au processus d'innovation.

Du coup, l'importance accordée par la vision cognitive de la gouvernance d'entreprise au caractère collectif de la création de la rente permet en effet d'envisager autrement l'importance des conseils d'administration hybrides avec notamment des *administrateurs représentants des actionnaires salariés qui y sont présents non seulement pour défendre leurs investissements spécifiques, mais également pour apporter de l'information* afin d'accroître la création de valeur.

Dans cette perspective, la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié par l'entreprise, dans le respect de tous les droits de propriété (droit à l'information, à la prise de décision, droits à la rente résiduelle) des salariés - actionnaires a des effets positifs sur la performance organisationnelle (hypothèse 14) en permettant de construire un contexte propice au management de l'intelligence collective et à la création de valeur par la firme.

### a) Actionnariat salarié, vecteur d'une gouvernance d'entreprise « pérenne » ?

Le débat théorique concernant le rôle des représentants des actionnaires salariés au sein d'un conseil d'administration hybride, regroupant des administrateurs externes (supposés totalement indépendants des dirigeants) et des administrateurs internes (supposés contraints dans leurs interventions par leur subordination hiérarchique vis-à-vis des dirigeants de la firme) est très passionnant car il reflète tous les enjeux et les défis liés à la conception d'un système de gouvernance d'entreprise efficace dans le contexte économique bouleversé que connaissent les firmes occidentales modernes en ce débit de 21ième siècle.

Cette question préoccupe énormément les professionnels que nous avons rencontrés, ce dont témoignent les extraits d'entretiens qui suivent.

Deux grandes thématiques émergent après l'analyse attentive des vingt entretiens réalisés pour les fins de cette étude empirique en ce qui concerne les effets attendus de l'actionnariat salarié en termes de gouvernance d'entreprise :

- l'apport des connaissances et une communication facilitée au sein des firmes, permettant une meilleure intercompréhension au sein du conseil d'administration et plus généralement au sein de la firme d'une part ;
- l'interrogation quant à la possibilité de rééquilibrer les pouvoirs entre les différentes parties prenantes de la firme pour fonder une vision stratégique plus pérenne quant à son développement, en y intégrant sa propre responsabilité sociale et

environnementale, qu'elle doit porter dans une logique de développement durable des territoires et de leur tissu socio-économique, d'autre part.

Effectivement, un des points forts de la présence des représentants des actionnaires salariés au conseil d'administration de l'entreprise, c'est leur meilleure connaissance de la réalité de l'entreprise, des avancées et des difficultés rencontrées par les différentes unités d'encadrement, des spécificités des produits ou des services proposés par l'entreprise, ou bien encore de l'évolution des besoins et des attentes des clients. *A contrario*, les administrateurs externes ne peuvent pas être aussi bien informés de tous ces différents aspects de par leur éloignement physique de l'entreprise.

« *Parce que l'actionnariat salarié apporte un plus à l'ensemble de l'entreprise et pas qu'à la gouvernance. (…) Cela apporte une autre vision au conseil. Dans notre conseil on a des indépendants, ils ont toujours beaucoup d'idées, mais ils ne connaissent pas l'entreprise de l'intérieur contrairement à nous* » (interviewé n°4).

Une meilleure connaissance de l'entreprise permet effectivement aux membres du conseil d'administration d'atteindre un meilleur niveau d'intercompréhension, en utilisant un langage en commun, en construisant des représentations communes, ce qui permet une élaboration en commun des décisions stratégiques. Cette amélioration de la compréhension collective améliore en conséquence la réflexion et la prise de décision collective au sein du conseil d'administration.

« Vous savez, il y a pas si longtemps j'ai posé la question aux membres du Conseil de Surveillance un jour, en leur demandant « *vous savez justement ce que c'est, un moteur d'avion* » ? Alors on m'a dit « *bah oui, on prend l'avion* » ! (…) (Et on s'est dit avec le Président que) ce serait bien qu'on commence à faire des réunions du Conseil de Surveillance dans des sites de production du groupe, (…) ça permettra aux membres du Conseil de Surveillance qui n'ont aucune connaissance du terrain de visiter, (…) afin de voir comment ça se passe sur le terrain. (…) Ils avaient appris plein de choses, ils avaient vu un moteur de près, ils avaient vu l'assemblage, ils avaient vu l'essai, ils avaient vu ce que c'était… Ils avaient appris énormément de choses. (…) Cela a fait que les membres du Conseil ont vu la société d'une façon complètement différente. (…) Parce qu'il y a les deux catégories d'administrateurs (externes et internes), parce qu'on échange beaucoup, parce qu'ils ont vu… Parce que maintenant, on a fait ça dans trois sites différents, et qu'ils ont vu les activités de chacun, et parce qu'on parle maintenant des choses concrètes lors des réunions. C'est équilibré et cela créé des liens. Je vous assure que cela a été quelque chose d'extraordinaire, de voir ça » (interviewé n°4).

Nous avions vu auparavant que le thème de l'actionnariat salarié surgit régulièrement dans les débats théoriques tout comme dans les réflexions des professionnels s'interrogeant quant au rôle clef de la connaissance dans les nouveaux modes de fonctionnement de l'économie moderne : favorisant l'engagement des individus, l'actionnariat salarié serait devenu un élément déterminant de la compétitivité des entreprises (Rebérioux, 2003).

Nous retrouvons aussi les prémices d'un contexte facilitant l'intercompréhension au sein de l'entreprise au-delà du fonctionnement du conseil d'administration, à travers les différents dispositifs d'échanges et de communication mis en place par l'intermédiaire des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés, permettant d'organiser des rencontres entre les dirigeants et les salariés actionnaires lors des assemblées générales de ces associations par exemple.

« En particulier les actionnaire salariés peuvent jouer un rôle entier, s'il y a une très bonne gouvernance de leur part, s'il y a une très bonne contribution de la part des actionnaires salariés à la gouvernance de l'entreprise, et bah - c'est certainement bien meilleur. (…) Je pense, parce que moi je l'ai vécu, que… organiser des discussions libres entre des grands patrons de l'entreprise et des salariés, en l'occurrence des actionnaires salariés, et en occurrence, des associations, c'est certainement très bénéfique pour la gouvernance. J'ai vu ces conversations libres, qui sont des conversations où il n'y a pas d'enjeu de pouvoir, où il n'y a pas d'enjeu de bataille (…). J'ai vu ces discussions qui étaient des discussions extrêmement libres, extrêmement amicales, conviviales, mais extrêmement franches, directes, et posant des problèmes et de vraies questions.

C'est aussi une étape importante ayant pour but de renforcer la compréhension, la réflexion et la décision collective, tout en sachant que même si les décisions stratégiques n'intègrent pas toujours les avis par les salariés, la communication et la transparence que ces échanges génèrent font que l'adhésion des salariés sera plus forte lors de la mise en œuvre des décisions prises. Par ailleurs, le fait de mieux comprendre les enjeux et les contraintes auxquels l'entreprise est confrontée diminue largement les réticences et les résistances habituelles au changement.

Et ça permet certainement aux salariés de dire ce qu'ils pensent de la politique de l'entreprise, à l'entreprise de dire et d'essayer de défendre effectivement sa politique, le tout dans un climat convivial, c'est-à-dire dans une langue qui est un peu moins langue de bois que lorsque vous avez effectivement des syndicats d'un côté et l'entreprise de l'autre, alors forcément, vous avez des postures. Là, il n'y a pas de postures, en toute convivialité (…) Et ceci se passe de manière très amicale. Ça apporte une meilleure compréhension et d'ailleurs - des deux cotés. Un meilleur discours, et pour moi c'est ça la gouvernance - c'est la compréhension. Si vous ne comprenez pas, vous ne pouvez pas gouverner. La gouvernance – c'est la compréhension » (interviewé n°10).

Les travaux de Charreaux rappellent (cf. chapitre 2) qu'à partir du moment où aujourd'hui les avantages concurrentiels reposent prioritairement sur la capacité d'innovation liée au capital humain spécifique, ce changement modifie les enjeux de la gouvernance d'entreprise (Rajan et Zingales, 1998), car les problèmes que l'on doit résoudre changent dès lors de nature.

Par ailleurs, nous avions aussi vu combien il est crucial pour une firme de savoir mobiliser l'action collective et créer un contexte propice à la coopération en son sein, l'actionnariat salarié offrant, sous certaines conditions, la possibilité de renforcer la confiance organisationnelle et l'implication des salariés.

Dans cette perspective, le rôle cognitif de l'actionnariat salarié ne se limite plus à l'exercice des droits plus ou moins formels visant à renforcer le contrôle des dirigeants, mais cherche à encourager le développement des compétences des salariés, dirigeants et administrateurs externes, ceci afin de faciliter la réflexion collective permettant la détection de nouvelles opportunités d'investissement en contribuant ainsi à la création de valeur de la firme, tout en cherchant à améliorer la circulation de l'information entre la direction et les salariés, et ce – dans les deux sens.

**Encadré 31 : Le rôle des représentants des actionnaires salariés**

« De plus en plus les entreprises acceptent de financer la formation de leurs administrateurs actionnaires salariés. Air France l'a fait, Bouygues le fait, (…) ça veut dire qu'il y a des dirigeants ont compris qu'il y a un double intérêt à avoir des administrateurs actionnaires salariés. D'abord, parce que les groupes augmentant de taille, le dirigeant n'a plus une remontée objective des informations du terrain, il a le filtrage des managers intermédiaires et des patrons opérationnels qui lui disent «*ça va bien*» alors que les choses sont pas aussi bien que ça. Donc un actionnaire salarié qui est sur le terrain et qui est administrateur, il va dire au patron : «*président, on vous dit ça, mais ce n'est pas tout à fait comme ça que*» (…). Donc, déjà il y a un rôle d'alerte que peuvent avoir les administrateurs actionnaires salariés, c'est dire aux dirigeants : «*on vous raconte des choses qui ne sont pas le reflet de la réalité sur le terrain. Et vous avez plus le temps de venir sur le terrain, vous faites confiance à vos managers, c'est peut être bien, mais venez voir ce qui se passe, parce que vous verrez que ce n'est pas cela la réalité… et que les problèmes se posent de façon beaucoup plus grave, ou pas avec le même niveau qu'on vous informe, etc.* ».

Donc, il y a une <u>remontée d'informations vers le dirigeant</u>. Et *à contrario*, un administrateur salarié qui assiste aux délibérations du conseil, qui va comprendre les contraintes de l'entreprise, parce que dans le processus de décision du conseil, on va lui dire : «*oui, ça ne nous fait pas plaisir de prendre cette décision, mais elle est justifiée par ça, parce qu'on a pris du retard sur le programme, que notre concurrent est en train de nous bouffer, etc.*». Et à partir de ce moment-là, on est obligé de prendre cette mesure qui n'est pas une mesure plaisante, mais si on veut sauver l'entreprise, etc… Et là, l'actionnaire qui fait office d'administrateur, il a un rôle difficile, il va aller sur le terrain et il va dire aux gens : «*oui, voilà pourquoi le conseil d'administration a pris cette décision, elle n'est pas facile, mais je vais vous expliquer pourquoi c'est une nécessité, etc.*». Et donc, il va <u>avoir un rôle de pédagogie vis-à-vis des autres salariés actionnaires</u>. Il y a un caractère top-down et down-top si vous voulez, qui est intéressant, dans les actionnariats salariés avec les administrateurs, c'est qu'ils peuvent être un vrai lien entre le conseil d'administration et le terrain. Plus que ne peut le faire le dirigeant qui n'a pas généralement beaucoup le temps, et comme les patrons opérationnels sont le nez dans le guidon, et que les managers intermédiaires ne font pas ce boulot là non plus, donc je pense que c'est un vrai levier si vous voulez » (interviewé n°8).

« On a demandé justement au président ce qu'il attendait des actionnaires salariés et il a dit qu'il attendait qu'ils fassent remonter ce qui se passe à la base. Car les infos de la hiérarchie classique sont erronées, c'est toujours « *tout va bien M. le président* » et puis « *boum, ça explose !* ». D'un autre côté les organisations syndicales sont toujours mécontentes… Le Président a besoin d'infos fiables, donc on faisait une assemblée générale des adhérents par an à laquelle le président était invité et assistait souvent, suivie d'un cocktail, au

cours duquel le président restait très volontiers, il était intéressé car il pouvait discuter avec le personnel sans représailles possibles, ils pouvaient parler à bâtons rompus… Qui ne se cachaient pas de lui dire les choses » (interviewé n°1).

Nous avons vu par ailleurs que des chercheurs tels que Lazonick et O'Sullivan (1998), s'interrogeant quant aux déterminants de la performance de la nouvelle firme innovatrice, analysent le système de gouvernance d'entreprise actuel en fonction de sa capacité à encourager les stratégies de développement de l'apprentissage organisationnel. Ils recommandent ainsi que le conseil d'administration puisse être composé de représentants de toutes les parties prenantes de la firme (salariés, entreprises, institutions financières, collectivités publiques) qui peuvent prouver qu'elles ont un intérêt direct à ce que la firme investisse pour développer l'apprentissage organisationnel (Charreaux, 2002).

Par contre, le prérequis indispensable pour qu'un tel système fonctionne bien, c'est vraiment la confiance entre la direction et les autres parties prenantes parmi lesquelles les salariés actionnaires, ce que nous rappelle le représentant du monde politique que nous avons interrogé à propos de la question de la représentation des actionnaires salariés aux instances de réflexion et de décision de la firme, en évoquant par la même occasion le rôle clef que joue la vision des dirigeants à ce propos.

« Ça dépend des entreprises, c'est très personnel, c'est très différent d'une entreprise à l'autre, c'est aussi une volonté ou pas du chef d'entreprise. Ça, vous savez, j'ai dit que dans l'entreprise, je suis tout à fait opposée à des obligations systématiques. Mais, en revanche, je suis pour des incitations. Je vois qu'il y a certaines entreprises où le représentant des actionnaires salariés siège avec la voix délibérante, ça se passe très-très bien. Il y en a d'autres qui préfèrent pas. Tout dépend, je pense que c'est vraiment une question aussi de confiance (…) entre le chef d'entreprise et ses salariés. Il y en a où ça se passe extrêmement bien, je vais pas dire, je vais pas faire de publicité, mais il y en a où ça se passe très-très bien » (interviewé n°15).

Puis, bien évidemment, comme souligné par l'interviewé n°8, le cas de très grandes entreprises françaises est à étudier avec une attention particulière, il est bien plus difficile de s'éloigner d'une vision « strictement financière » de l'actionnariat salarié comme un mode de rémunération optimisé fiscalement, pour s'appuyer sur les leviers de la communication et de l'intercompréhension commune qui sont des préalables indispensables au management de l'intelligence collective.

« Mais plus on ira dans l'actionnariat salarié international des entreprises françaises, plus on se rapprochera d'un système strictement financier, et pas d'un mode de gouvernance si vous voulez... On va instrumentaliser financièrement plutôt les processus d'actionnariat salarié, qu'on va renforcer des modes de gouvernance ou élaborer des modes de gouvernance nouveaux si vous voulez quoi. (…) Mais, moi je pense qu'on devait relancer aujourd'hui le système des sociétés européennes avec un cadre peut-être plus simplifié et où la problématique de l'actionnariat salarié soit intégrée de telle sorte que ces modes de représentations soient favorisés » (interviewé n°8).

Une deuxième grande préoccupation concerne la nécessité de concevoir un nouveau système de gouvernance permettant de rééquilibrer les pouvoirs entre les différentes parties prenantes de la firme, pour construire une vision stratégique plus pérenne quant à son développement, en y intégrant sa propre responsabilité sociale et environnementale, dans une logique de développement durable des territoires.

Les professionnels que nous avons rencontrés s'interrogent quant à la capacité de l'actionnariat salarié d'apporter un équilibre dans cette double logique.

« Moi, j'étais au Crédit Lyonnais très longtemps, c'est un seul homme qui a plombé le Crédit Lyonnais, pourquoi ? Parce qu'il n'a jamais eu de contre-pouvoir (…) Il faut avoir des contre-pouvoirs dans une entreprise, et le salarié n'est pas là pour dire, ce n'est pas une organisation syndicale qu'on demande, alors aujourd'hui paradoxalement ce sont les organisations syndicales qui sont au conseil d'administration au titre de la loi… Alors que là, c'est au contraire des gens, qui eux-mêmes sont actionnaires, qui sont salariés, donc impliqués dans leur entreprise et qui demandent d'être présents pour pouvoir justement permettre au chef d'entreprise de prendre des bonnes décisions et éventuellement avoir des contre-pouvoirs s'il y a des mauvaises décisions qui sont prises » (interviewé n°6).

Par conséquence, le rôle de l'actionnariat salarié dans la transmission des informations entre les salariés actionnaires et les dirigeants pourrait se révéler important, *apportant une aide précieuse à la prise de décision stratégique par les dirigeants*.

Charreaux (2005, p. 18) souligne ainsi que sur le plan normatif, la prise en compte des biais cognitifs peut également conduire à préconiser des mesures concernant la composition des conseils d'administration afin de corriger les biais cognitifs des décideurs, parce que les administrateurs internes ont un rôle cognitif très important à jouer à cet égard, tandis que leur rôle disciplinaire s'avère être assez limité pour des raisons de subordination hiérarchique.

L'auteur rappelle que lors de la crise du Crédit Lyonnais (Charreaux, 1997) les administrateurs salariés avaient été les premiers et quasiment les seuls à donner l'alerte concernant les risques inhérents à certaines prises de décisions. Les explications avancées par l'auteur sont multiples:

*a/ les administrateurs représentants des actionnaires salariés ont accès à des informations que les administrateurs externes ne possèdent pas*

*b/ en s'appuyant sur ces informations internes, ils pouvaient interpréter autrement les actes et les annonces des dirigeants, en les comparant à la réalité de la situation telle que vécue en interne*

*c/ ils ont été plus aptes à prendre conscience des biais d'optimisme et de surconfiance dont étaient affectés les principaux dirigeants de l'entreprise.*

« Donc en termes de frein en matière de gouvernance à des prises des risques inconsidérés, (…) l'actionnariat salarié peut être un contrepouvoir important si vous voulez, mais à la condition qu'il soit représenté au conseil d'administration et associé en réalité aux prises de décisions. Parce que là, il pourra faire valoir un point de vue différent des actionnaires qui seront peut être dans une vision très spéculative et court terme » (interviewé n°8).

Comme démontré par les travaux de Charreaux (2000, 2002), la préoccupation de la gouvernance d'entreprise n'est plus exclusivement financière ni disciplinaire. Un système de gouvernance doit chercher aujourd'hui à pérenniser les relations avec les ressources clés (dans une perspective socio-cognitive des enjeux actuels de la gouvernance d'entreprise), en leur attribuant une part de la rente organisationnelle, à travers l'actionnariat salarié par exemple. Du coup, l'analyse du rôle du mécanisme de l'actionnariat salarié dans la gouvernance de la firme doit être renouvelée pour intégrer ces nouveaux arguments.

« Après une décision stratégique importante, on fait faire un virage complet inspiré par les actionnaires avec accord de la Direction. Les actionnaires salariés vont être seuls à se demander si c'est dans l'intérêt des salariés, ou si les salariés sont suffisamment préservés. Les actionnaires classiques n'ont pas besoin de savoir cela. S'ils sont humanistes, peut être, mais s'ils sont strictement financiers, ça ne les intéressera pas. Les dirigeants ont estimé, eux, que c'était bon pour l'entreprise à très long terme ou pour toute autre raison et n'ont pas forcément intégré l'intérêt des salariés. C'est un virage qui se fait à l'encontre des salariés. (…) On décide d'externaliser un certain nombre de fonctions du groupe pour gagner de l'argent dans des pays émergents à faibles coûts. Pour le côté actionnaire, ça va paraître ordinaire mais pour le côté salarié, cela va provoquer quelques conséquences. Je ne suis pas d'accord avec cela. C'est donc un problème de coûts, mais peut-on faire autrement ? L'actionnaire salarié est le seul à poser le problème sinon rien ne sera fait » (interviewé n°3).

Si la maximisation de la valeur actionnariale est synonyme d'efficience dans une économie où la compétitivité est fondée sur capital financier, cette équivalence semble rompue dans la nouvelle économie de la connaissance où l'innovation, liée à la qualification du capital humain et au développement du capital intellectuel de la firme, devient le facteur critique.

« Malheureusement aujourd'hui, quand on regarde, vous allez faire un parallèle entre les entreprises qui pratiquent l'actionnariat salarié et vous regardez les représentants des salariés, enfin des actionnaires-salariés aux conseils d'administration, bah vous trouvez un vide. (...) Mais comme je le dis souvent : « *vous allez chercher des gens qui sont complètement extérieurs, qui n'ont pas forcément le souci de la pérennité de l'entreprise, alors qu'il existe chez vous des gens, mais qui ont forcément le souci de la pérennité de l'entreprise car c'est la pérennité de leur emploi* ». Et ça va pas être des ennemis au conseil d'administration, ça va être des gens qui vont être présents, qui vont peut être même jouer plus leur rôle que des actionnaires lambda, mais ils ont peur, ils ont peur… Ils se disent : « mais oh la, la, la »… J'ai entendu le mot parfois, alors ça me fait bondir, on parle de cogestion, mais ce n'est pas ça la cogestion et surtout pas, il ne faut surtout pas de cogestion, il y a qu'un patron dans l'entreprise bien évidemment » (interviewé n°6).

Charreaux considère que dorénavant, les qualités demandées aux administrateurs ne se conçoivent plus en termes d'indépendance et d'expertise en matière de contrôle, selon la distinction interne/externe, mais en fonction des contributions cognitives pouvant s'intégrer dans un projet collectif. Cette perspective apporte un nouvel éclairage quant au rôle du conseil d'administration qui doit également faciliter le développement de compétences et aider à la construction de nouvelles options stratégiques.

Dans ce cadre socio-cognitif de la firme, la présence des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration salarié est à considérer comme nécessaire pour « *débiaiser* » la réflexion des dirigeants ou des administrateurs externes à l'entreprise, ceci afin d'améliorer la qualité de la prise des décisions stratégiques.

Une telle perspective conduit à des prédictions différentes de celles issues de la perspective contractualiste traditionnelle. Ainsi, la question de la composition du conseil d'administration reçoit une réponse originale. Si dans la perspective financière, la performance dépend du contrôle du dirigeant par le conseil d'administration qui, en conséquence, devrait être composé très majoritairement d'administrateurs indépendants, dans la perspective socio-cognitive de la firme, le conseil d'administration doit être composé en priorité des administrateurs pouvant contribuer au mieux à la création de compétences dynamiques et aider le dirigeant à concevoir une vision facilitant l'apprentissage organisationnel (Charreaux, 2002a).

« Je pense qu'effectivement plus l'actionnariat salarié est développé et plus éventuellement les actionnaires salariés sont représentés au Conseil d'Administration et donc sont amenés à un moment ou un autre à échanger des messages avec le reste des actionnaires aussi, plus on converge vers une pérennité, enfin, vers une recherche de croissance durable en fait de l'entreprise. (…) C'est vrai que c'est l'accroissement de l'actionnariat salarié et la représentation de ces actionnaires salariés dans les Conseils de Surveillance ou d'Administration des entreprises qui aide un peu à rééquilibrer cette différence des perceptions (…) entre deux types d'actionnaires. Ça c'est évident.

Ça, on le sent très bien d'ailleurs (…) lorsqu'un événement grave… On l'a vu chez Eiffage récemment : menace de rachat par un groupe étranger qui aurait peut-être eu des approches de maintien de l'emploi en France différentes, des stratégies de construction différentes, probablement des doublons si le rachat avait été fait, etc. Une mobilisation forte des salariés qui ont même accepté de bloquer plus longtemps leurs titres que ça n'a été prévu au départ, et *in fine*, ces actionnaires salariés et le groupe qui les emploie a gardé son indépendance et donc l'indépendance du centre de décisions, parce que derrière tout ça, l'importance, c'est où se prend la décision de la stratégie de l'entreprise.

Plus il y a d'actionnaires salariés, plus on maintient, là où les gens travaillent, une proximité avec le centre de décisions. Et le risque de nos économies, c'est que petit à petit, les centres de décisions se délocalisent, et plus ils sont loin d'un bassin d'emploi au sens national donc du terme, plus l'intérêt pour le maintien des emplois dans ce bassin national est moindre. Une entreprise, ça vit et ça meurt, ça peut naître dans un endroit et continuer à vivre 50 ans plus tard dans une autre zone géographique du monde. S'il y a des actionnaires salariés, elle a tendance à accroître depuis son bassin d'origine et c'est ça qu'on recherche, qu'on pousse au soutien » (interviewé n°16).

Dans une vision cognitive de la gouvernance, il faut tenir compte du fait que l'efficience du processus de création de valeur ne vient pas exclusivement de sa propension à résoudre les conflits d'intérêts liés aux asymétries d'information, mais aussi de son aptitude à orienter l'activité de la firme en relation avec la vision de ses dirigeants, à créer et à protéger un répertoire de connaissances destiné à générer de nouvelles sources d'investissements rentables, à mieux coordonner l'activité productive par une exploitation et un transfert des connaissances acquises et enfin à résoudre des conflits cognitifs inhérents au fait que les acteurs ont au sein de la firme des schémas mentaux, voire des valeurs différentes (Charreaux, 2002, p. 29).

### b) Vision des autres parties prenantes : actionnaires individuels, investisseurs, syndicats

Dans cette logique de gouvernance partenariale, il semble important de s'interroger quant à la vision de l'actionnariat salarié véhiculée par les autres parties prenantes de la firme, et notamment les autres actionnaires ou bien les syndicats.

« D'abord vous avez deux types d'actionnaires à considérer. Vous avez les institutionnels, qui eux sont favorables à un actionnariat fort dans l'entreprise et à un actionnariat salarié fort. La meilleure preuve, c'est qu'ils votent régulièrement les augmentations du capital réservées aux salariés, enfin, les résolutions permettant une augmentation du capital. Ce qui milite plutôt en faveur de considérer que l'entreprise avec un actionnariat salarié fort est une entreprise qui performe bien.

Les actionnaires individuels ont changé ces dernières années, ils ont fini par comprendre ou par admettre que c'était aussi une bonne chose en matière de stabilité et qu'on pouvait considérer qu'un salarié, étant dans une entreprise, pouvait bénéficier d'avantages, légers globalement, par rapport à l'actionnaire individuel, que ce n'était pas choquant, tant que ça restait dans des normes raisonnables et que ça ne générait pas une dilution trop forte. (…) Mais s'ils ne l'étaient pas, ils ne voteraient pas les résolutions. Dans une entreprise comme Rhodia, où la majorité du capital est détenue par des investisseurs institutionnels, qu'ils soient Français ou non, il n'y a jamais eu une résolution qui était bloquée sur la capacité pour l'entreprise de faire une augmentation du capital réservée à ses salariés » (interviewé n°9).

« Les investisseurs en général voient d'un très bon œil le fait qu'il y a un actionnariat salarié important. (…) En règle générale, c'est très bien perçu. Pourquoi ? Parce que c'est perçu comme une garantie de la stabilité de l'entreprise, de l'intérêt des salariés et des managers aux résultats, parce que sans résultats c'est difficile de faire, de verser des dividendes, par exemple. C'est théoriquement favorable à la bonne santé du cours, on a connu une période là récente un peu agitée pour ne pas en dire plus, mais théoriquement sur le long terme c'est plutôt une bonne garantie encore une fois d'attachement des managers et des salariés à l'entreprise, et donc d'une certaine manière de performance. Donc au total, les investisseurs sont en général très favorables, très favorables au fait qu'il y ait de l'actionnariat salarié fort dans l'entreprise » (interviewé n°19).

Quant aux syndicats, les professionnels rencontrés soulignent une position de principe plutôt contre l'actionnariat salarié à cause des risques intrinsèques à la détention des actions de l'entreprise.

Certaines tensions apparaissent aussi parfois dans les relations avec les associations des salariés actionnaires, toutefois – une évolution des positions et des postures est mentionnée par les personnes interviewées.

**Encadré 32 : Actionnariat salarié : quelle est la vision des syndicats ?**

« C'est vrai que qui dit actionnariat, dit prise de risque. Donc, le salarié qui devient actionnaire, il prend des risques. (Et) c'est le fondement du syndicalisme de viser à protéger les salariés du risque, mais c'est le fondement, c'est tout à fait naturel, et c'est tout à fait compréhensible, et c'est tout à fait légitime pour les syndicats *a priori* d'être contre ! C'est quelque chose qui est présent dans tous les pays du monde, tous les pays du monde, je connais pas d'exceptions ! Au départ, le syndicalisme est contre, c'est son rôle de protéger les salariés du risque ! Et puis on voit qu'en usage, moi je vois qu'en usage dans un bon nombre de pays, le syndicalisme change et se rend compte que oui, il y a des aspects de risques, mais gérer les risques, c'est aussi des occasions et donc on voit que les positions changent à partir de là » (interviewé n°20).

**Encadré 33 : Une évolution des mentalités ?**

« Avant, quand on parlait d'actionnariat salarié, de participation, d'intéressement, c'était des vilains mots. On disait que c'est un détournement de salaire, on disait beaucoup de choses. Aujourd'hui, les chefs d'entreprise qui ont mis en place un dispositif de participation dans leurs entreprises, ne pensent absolument pas revenir en arrière, ils s'aperçoivent que c'est un facteur de cohésion sociale, que c'est un facteur de motivation, que c'est un facteur de meilleure gestion, de meilleure gouvernance. Non, ça, je pense que maintenant, c'est vraiment rentré dans les esprits de tout le monde, même je dirais que l'ultragauche, qui est encore un peu violente, là-dessus est moins violente, voilà. Les syndicats sont moins violents. Je dis pas qu'ils ont tous adhéré, mais ceux qui n'adhéraient pas du tout, sont un peu moins violents et ceux qui étaient un peu dubitatifs, aujourd'hui trouvent que c'est une bonne chose » (interviewé n°15).

Cette nouvelle perspective réussit toutefois à mieux éclairer le rôle et les enjeux de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises de la nouvelle économie de la connaissance.

Toutefois, comme nous l'avons vu précédemment, les théories cognitives de la gouvernance accordent beaucoup d'attention aux conflits cognitifs et axiologiques, différents des conflits d'intérêts (Charreaux, 2002b, 2006, 2009a; Stevenot, 2005; Wirtz, 2002a, 2002b). Du coup, nous pouvons avoir l'impression que compte tenu de la place importante occupée par la volonté de résolution des conflits en théorie financière en général et en gouvernance d'entreprise en particulier, le système de gouvernance idéal aurait comme mission de réduire tous les types de conflits au sein de l'entreprise.

Néanmoins, il s'avère que les conflits cognitifs ne sont pas forcément néfastes pour la création de valeur par l'entreprise : en effet les recherches récentes démontrent que l'existence de différents schémas cognitifs est source d'innovation pour l'entreprise (Charreaux, 2002b, 2010; Wirtz, 2002a). Il peut être sousefficient de vouloir supprimer les conflits cognitifs, au contraire – il serait mieux de chercher à faciliter la coordination et l'échange entre les différents schémas cognitifs, et c'est aussi le rôle de l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise.

**Encadré 34 : Les associations d'actionnaires salariés et les relations avec les syndicats**

« On n'a pas de problème majeur avec eux. Ils remplissent leur rôle. Ils sont là pour défendre les intérêts des salariés, les salaires, l'épargne salariale… Il n'y a pas que ça, il y a aussi les conditions de travail du salarié (hygiène, sécurité, salaires, prévoyance)… En gros, tout ce qu'un syndicat est sensé représenter auprès de la direction générale. Ils le font très bien. Au niveau de l'actionnariat salarié, au départ, l'association a été mal vue par les syndicats car ils voyaient un concurrent. Mais j'ai dit aux gens de l'association de laisser faire et qu'on finira par s'adapter les uns aux autres et travailler de façon complémentaire. On n'est pas sur leurs platebandes, et vice versa. On échange beaucoup concernant l'actionnariat salarié durant les Conseils de Surveillance ou autres. (…) Ce n'est pas que dans un sens, c'est bilatéral. Et on sent que c'est une cohésion. A la direction, ils savent qu'on ne va pas leur créer des ennuis. On n'ira pas les mettre au tribunal pour trois fois rien. Ce n'est pas notre rôle. On n'est pas syndicat, on n'est pas là pour aller à l'affrontement ou au conflit, on est là pour arrondir les angles. Ce qu'un actionnaire ne comprend pas quand ça vient de la DG ou du gestionnaire de fonds, l'association fait le lien entre les deux. Et ça, on le vit tous les jours. Mais c'est faisable uniquement parce que ces relations sont excellentes » (interviewé n°4).

« Les organisations syndicales ont les négociations usuelles avec l'entreprise. Les actionnaires salariés ont des discussions aussi usuelles avec l'entreprise, mais qui ne sont pas du tout dans la même approche. Leur approche est beaucoup plus, effectivement, d'améliorer l'entreprise en général, alors que l'approche syndicale est plutôt d'améliorer le confort de l'individu. L'actionnaire salarié a tendance à considérer que ce qui est bon pour l'entreprise, par définition est bon pour l'actionnaire salarié, alors que l'organisation syndicale aura plutôt tendance à considérer en priorité ce qui est bon pour le salarié, même si ce n'est pas nécessairement bon pour l'entreprise. Mais ça, c'est une vision très personnelle » (interviewé n°9).

« Il peut y avoir des petits conflits entre ces organisations syndicales et les associations des actionnaires salariés. C'est un peu dommage, mais c'est pas dû au fait qu'on est actionnaires salariés, c'est dû au fait que l'actionnariat salarié du coup pose une question sur le capitalisme, la détention du capital, aux organisations syndicales d'origine marxiste, en état des choses comme elles sont, les met mal à l'aise, les empêche d'avoir une réponse moins idéologique et plus moderne, et du coup, laisse entrer une autre forme de représentation qui leur crée de l'ombre, qui a du succès. Ces associations d'actionnaires salariés réunissent plusieurs centaines de, de milliers des personnes. Et donc, il y a non pas une baisse du climat social, mais des rivalités indirectes qui se créent et qui ne devraient pas se créer, mais qui sont pas dues à l'actionnariat salarié, qui sont dues à, peut-être à un retard de positionnement des organisations syndicales qui étaient les plus éloignées du thème du capital. Mais ce qui est intéressant, c'est que… un des plus emblématiques, enfin, il y a FO et il y a la CGT, où dans le discours officiel, on a « le capital, c'est pas bien », et en même temps, chez EDF, quand il y a eu la privatisation, la CGT était la première à dire à tous ses adhérents : « *Achetez des actions EDF !* ». Donc, il y a quand même, on le ressent finalement, un problème d'honnêteté intellectuelle par rapport au sujet : c'est un discours politique probablement un peu démodé, pas toujours capital, et puis

une réalité économique pragmatique en disant: « *Surtout achetez-en, ça va être une bonne affaire !* » (interviewé n°16).

« Certains syndicats sont favorables à l'actionnariat salarié, je pense à la CFTC par exemple, d'autres sont absolument contre. Alors, les syndicats solidaires, c'est, je dirais, doctrinal. La CGT c'est doctrinal, mais elle ne fait pas vraiment d'obstruction. La CGC, ça dépend des personnes, FO – pareil. La CFDT est assez ouverte à l'actionnariat salarié. Voilà ce que j'observe. » (interviewé n°14).

« L'association n'est pas un nouveau syndicat, on n'est pas une force de conflit. On veut faire en sorte que tout fonctionne bien » (interviewé n°4).

Un autre point intéressant à souligner, en plus de l'implication philosophique des dirigeants envers l'actionnariat salarié évoquée déjà précédemment, c'est l'approche des autres membres de la direction de l'entreprise et leur propre vision du mécanisme de l'actionnariat salarié.

**Encadré 35 : Des ambiguïtés internes par rapport à l'actionnariat salarié ?**

« Déjà dans 90% des cas les RH sont opposés à l'actionnariat salarié, ils ont l'habitude de parler aux organisations syndicales, ils les connaissent bien. Avec les associations d'actionnaires salariés, ils ne savent pas, ils ont essayé de faire pression sur moi, mais ils n'ont pas réussi (…) On ne leur a pas parlé durant leurs études de l'actionnariat salarié (…) Au mieux ils pensent qu'on est un n$^{ième}$ syndicat mais ce n'est pas le cas. On ne veut pas avoir comme interlocuteurs le DRH, je représente des actionnaires donc je veux l'interlocuteur de l'actionnaire, c'est-à-dire la direction financière de même que l'actionnaire singulier. C'est ce qui s'est passé pour nous. J'ai été plus en contact avec la direction financière qu'avec la DRH. (…) Nous, nous refusions de négocier avec la DRH, elle ne voulait rien comprendre et on a eu une représentante de la direction financière. Et elle a dit « oui, vous avez raison » et elle l'a présenté à la DRH, de direction à direction, et donc la DRH a dit « oui » ! Avec les DRH, il n'y a pas de démarches participatives, il n'y a que des démarches de participation » (interviewé n°1).

### c) Des dirigeants enracinés ou des dirigeants « intendants » ?

Ainsi, l'approche cognitive de la gouvernance perçoit le rôle du conseil d'administration non plus uniquement comme un moyen pour surveiller les dirigeants au profit des actionnaires, mais aussi comme un outil destiné à protéger l'ensemble des relations créatrices de valeur, préserver et accroître le caractère productif du nœud de contrats, soit en assurant un partage suffisamment équitable et incitatif entre les différents partenaires, soit en apportant une expertise (Charreaux, 2000a).

### Encadré 36 : Une recherche de stabilité ?

« C'est une réalité dans laquelle tout le monde a son intérêt, c'est-à-dire que le groupe a intérêt à avoir ce noyau par essence stable d'actionnaires, par essence à même de chercher le compromis à moyen ou long terme et ne pas être simplement dans une logique financière car de l'autre côté, il est salarié et a intérêt de se dire que c'est bien aujourd'hui et cette année, mais aussi que ce soit bien pour demain et après-demain. Le groupe a donc son intérêt et le salarié également. Le contrat est équilibré, et à partir du moment qu'il l'est, il me semble que la motivation, on l'a davantage » (interviewé n°3).

« En ce qui concerne l'actionnariat salarié, il est évident qu'un actionnariat salarié fort participe à la stabilité de l'entreprise et on peut effectivement escompter ou espérer qu'un actionnariat salarié fort sera plus concerné, plus motivé par la bonne marche de l'entreprise que s'il y a avait pas d'actionnariat salarié du tout » (interviewé n°9).

« Dans le cadre d'une OPA, l'épargne est un des éléments fondamentaux de résistance » (interviewé n°2).

« Et alors, si l'entreprise, elle met cet intérêt là en premier, dès lors que ce n'est pas dans l'intérêt contraire des salariés, pourquoi pas ? Donc, à la limite, même si on se dit que dans ce cas de figure l'entreprise met en place l'actionnariat aussi pour défendre son capital, là encore, je le répète, ça ne va pas à l'encontre de l'intérêt des salariés » (interviewé n°6).

### Encadré 37 : Des visions différentes des dirigeants…

« Un autre sujet, et je pense que c'est pas non plus un des moindres, on sait aussi que les actionnaires salariés sont les actionnaires les plus fidèles et les plus stables. Il y a rien de plus stable qu'un fonds de pension, contrairement à ce qu'on croit, quand bien même il est pas français, il y a rien de plus stable qu'un actionnaire de cette nature, et à fortiori un actionnaire salarié. Bon, à l'heure où le capital des entreprises peut être attaqué, où les entreprises sont de plus en plus opéables, le monde des actions l'oblige, bah là aussi on a vu quel rôle les actionnaires salariés de Société Générale avaient joué à l'époque du raid, enfin des hostilités BNP – Paribas. Avec 10% ou un peu plus des droits de vote, ils ont réussi à jouer un rôle absolument déterminant. Donc, dès lors que vous voulez fabriquer un *noyau dur à la française* si j'ose dire, pour reprendre une expression bien connue, bah, les salariés jouent un rôle… jouent un rôle tout à fait capital… tout à fait capital… Parce que… en général les actionnaires salariés sont quand même… votent plutôt dans le sens du management, si vous voulez, même s'ils revendiquent une certaine indépendance, autonomie, etc. qui est tout à fait réelle ah, c'est pas qu'ils font pas entendre leur voix, mais ils roulent quand même en général pour le management. Et ça, une direction générale ne peut pas être insensible à ça. C'est pas un actionnaire comme un autre quoi... Bon… C'est un actionnaire fidèle et c'est un actionnaire qui en général défend l'intérêt d'une direction générale… Me semble-t-il… » (interviewé n°5).

« Rien ne dit que les salariés actionnaires devant une OPA ne vont pas être favorables à l'OPA en question. Tout dépend des conditions dans lesquelles ça se présente. Les actionnaires salariés ont leur liberté d'actionnaires. Ils ne sont pas inféodés à une Direction, à un groupe. Bien sûr, ils sont associés, donc il y a une présomption, si la Direction est cohérente et limpide, il y a peu de chances qu'il y ait divorce. Que ça puisse faire office de mécanisme de protection, je dirais « oui, c'est évident » (interviewé n°3).

« À nouveau, affaire Kerviel et un président déstabilisé qui reçoit spontanément le soutien de ses salariés, des actionnaires salariés. Le risque d'OPA sur Eiffage par SACYR il y a un an ou deux, là aussi, mobilisation des salariés pour accepter une prolongation du blocage de leurs titres. Au-delà même d'ailleurs de ce que souhaitait l'AMF à ce moment-là, pardon, donc effectivement dans certains cas comme toujours, toujours pareil, lorsque les montants sont suffisamment importants et représentent une partie significative, non négligeable du capital, il y a visiblement ce sentiment d'appartenance, cette volonté de conserver l'entreprise » (interviewé n°16).

### Encadré 38 : « *On est actionnaire, on est pas propriétaire, ce n'est pas la même chose* ». Mais qui sont donc les propriétaires de l'entreprise ?

« Par ailleurs, j'observe factuellement que le fameux seuil réglementaire de 3% de détention de capital, enfin de la représentation obligatoire des salariés dès lors qu'on a passé les 3% de capital, parfois est un frein… Alors est-ce que c'est un frein physique ou c'est un frein psychologique, ça je ne sais pas, mais certaines entreprises ne veulent pas avoir de représentants des salariés au *board*, si j'ose dire, aux assemblées générales, ou que sais-je… Parce que il y a toujours une espèce de petite défiance en disant bon… chacun doit garder un peu ça place, quoi, c'est ça qui est ambigüe et qui n'est pas simple. (…) Moi, ce que j'observe de manière un peu transversale, externe, c'est que… c'est pas encore complètement réglé ce point là, entre les directions générales et les représentants des actionnaires salariés. *On est actionnaire, on est pas propriétaire, ce n'est pas la même chose.* Surtout que… *individuellement,* on ne pèse rien. On pèse rien, je veux dire… OK, collectivement on pèse plus, mais ça veut dire quoi la collectivité ? Quand vous êtes dans un grand groupe où vous avez 130 000 salariés comme au *XXX*, quand bien même vous avez un collectif de, je dis n'importe quoi, de 100 000 actionnaires, il y a autant de catégories d'actionnaires, que de salariés… ah ? Et d'intérêts qui peuvent être également divergents, si vous voulez… Bon… Donc, trouver des critères qui sont extraordinairement fédérateurs et dans lesquels tout le monde, tout le monde va se retrouver, franchement c'est pas simple, ah ? » (interviewé n°5).

« C'est aussi évidemment d'apporter de la rétribution complémentaire dans de bonnes conditions. Pourquoi ? Parce que quand vous faites une augmentation du capital, en dépit des normes IFRS, ça reste quand même l'actionnaire qui paie, d'accord, c'est pas l'entreprise, donc c'est une rémunération complémentaire dont l'effort n'est pas porté en *cash* par l'entreprise, mais par l'actionnaire. Mine de rien, à mon avis, c'est quelque chose d'important. Et puis, quand vous travaillez donc sur des entreprises cotées, avec une liquidité sur des produits dérivés, etc, bah vous pouvez donner du capital garanti, vous pouvez donner de l'effet de levier sur la performance et structurer du coup un produit extrêmement performant qui gagne à tous les coups, donc c'est une vraie rémunération additionnelle, c'est pas du « *syndrome ENRON* » si j'ose dire entre guillemets, et j'insiste avec un actionnaire qui paie plutôt que l'entreprise » (interviewé n°5).

### Encadré 39 : Du problème de la répartition des richesses

« Donc, moi je suis nuancé : je pense que dans les sociétés où il y eu de l'actionnariat, que ça soit chez Rhodia, que ça soit si vous voulez chez Carrefour ou autres, si vous voulez, il y a eu des effets positifs, parce qu'il y a eu une amélioration de la culture économique et financière, qui a fait qu'il y a un dialogue qui est meilleur autour de la situation de l'entreprise. Maintenant ça ne veut pas dire que les contextes et les évolutions des contextes ne remettent pas au goût du jour les antagonismes si vous voulez... Mais c'est parce qu'on n'a pas été au bout du modèle... Si on avait été dans un vrai système de gouvernance, avec une composante forte de l'actionnariat salarié dans le capital, on aurait des gens qui comprennent bien que la situation de l'entreprise dans la mondialisation… etc…

Mais il y aurait un autre niveau de répartition des richesses aussi si vous voulez... Or, aujourd'hui le management a davantage rémunéré les actionnaires, que ça soit par les politiques de dividendes ou les politiques de rachat d'actions qu'on oublie souvent comme étant un des modes de rémunération des actionnaires... Donc si on regarde le taux de distribution de dividendes et des rachats des actions, on a quand même largement plus rémunéré le capital que le travail, quoi… En fait, la position des dirigeants, alors, en plus, qui eux se sont largement augmenté ou octroyé des stock options, c'est-à-dire que l'exemplarité de leadership fait complètement défaut dans cette histoire-là… Parce que quand vous avez un dirigeant qui se prend 10% du plan des stock options de l'entreprise, qui s'augmente de 5% par an sa rémunération, alors qu'il bloque l'augmentation des salaires collectifs si vous voulez dans l'entreprise… Bon, on est dans deux univers distincts si vous voulez... C'est clair qu'on ne peut favoriser que des antagonismes. Donc, les dirigeants sont quand même en partie responsables d'avoir recréé les éléments d'une conflictualité, qu'il y a 10 ans on avait réussi à un peu mieux réguler avec l'actionnariat » (interviewé n°8).

**Encadré 40 : Quel rôle pour l'actionnariat salarié dans la nouvelle économie mondialisée ?**

« Moi, je parlerais, je ne sais pas quel est le bon terme, c'est une sorte de « libre échangisme total » des capitaux qui sont devenus de plus en plus importants et qui sont peut-être pas très bien alloués parce qu'il y a des poches de pauvreté terribles partout dans le monde qui auraient besoin de ces capitaux, et qui ne les reçoivent pas parce qu'elles ne leur procure pas des taux de rentabilité tels que ceux recherchés par ces fonds de pension. Mais c'est, il y a deux sujets : il y a la technique financière qui fait peut-être un petit effet de levier, mais ça n'accroît pas le montant global existant dans l'économie réelle, et puis c'est surtout la masse des capitaux qui peuvent librement circuler, qui est absolument énorme, et qui là va rechercher la meilleure rentabilité. Mais d'accord, ce que dit Aglietta est juste : c'est plus on arrivera à développer l'actionnariat salarié, plus les entreprises qui recevront ces capitaux librement circulants, auront leur mot à dire, seront moins la proie de recherches comme ça, de rentabilité maximum qui souvent se font à court terme » (interviewé n°16).

« Ils vont être au Conseil d'Administration dans le meilleur des cas, mais ça ne veut pas pour autant dire qu'ils maîtriseront au Conseil d'Administration la volatilité des capitaux extérieurs. Cette volatilité des capitaux étrangers à l'entreprise, elle existe parce que la libre circulation des capitaux est totale dans le monde d'aujourd'hui, complète en Europe et très élevée entre l'Europe et le reste du monde. Ce sont, des milliers des dollars, des milliers et des milliards d'euros qui se positionnent d'une place à l'autre, d'un type d'actifs à l'autre et qui vont essayer de maximiser leur allocation, effectivement pas sur un degré, une durée aussi forte que vont souhaiter les actionnaires salariés. Donc, on résout pas complètement le conflit, on l'atténue parce que dans les deux cas il y a une recherche de meilleure allocation, de meilleure utilisation des ressources d'entreprise. Par contre, j'ai pas le sentiment, et c'est pas la faute des actionnaires salariés ou des salariés, c'est la question de cette libre circulation des capitaux, j'ai pas le sentiment dans la mondialisation d'aujourd'hui qu'il y ait dans le placement de ces instruments financiers une recherche de pérennité de l'emploi » (interviewé n°16).

« Donc, il y a une recherche vraiment de maximisation très-très forte du capital pour les actionnaires étrangers à l'entreprise. Dans l'entreprise peut-être que cette maximisation, qui peut quelques fois se faire au détriment de l'emploi, va être contrebalancée par une volonté de préservation de l'emploi. Donc, la recherche du profit, elle va peut-être être moins forte qu'elle ne peut l'être par des actionnaires étrangers. Donc, disons qu'on arrive à réduire les conflits d'intérêts, on en a de moins en mois, on a deux cas, on cherche à mieux utiliser les ressources d'entreprise et à en tirer des meilleurs bénéfices possibles. Par contre, quand on est un actionnaire étranger d'entreprise, cette recherche de la meilleure utilisation des ressources d'entreprise, elle est pas du tout en résonnance avec en même temps la volonté d'avoir une forte préservation de l'emploi, et quelques fois la variable d'ajustement, c'est l'emploi justement. Donc, on réduit, je crois, mais on ne les annihile pas pour autant, il nous en reste encore un peu » (interviewé n°16).

Nous avions aussi vu auparavant que la théorie de l'intendance envisage le dirigeant comme étant un « intendant », c'est-à-dire celui qui donne la primeur à l'intérêt général. Une telle situation devient envisageable lorsque le manager recherche son accomplissement personnel, conformément à la *théorie Y* (Argyris, 1973a, 1973b; McClelland, 1970; McGregor, 1960, 1966). Sous réserve que l'on aménage un système de gouvernance favorisant la confiance et l'autonomie, les actions du manager sont alors guidées par son sens du devoir, et la recherche d'une satisfaction personnelle au travers de

la réussite durable de l'organisation qu'il dirige. Le dirigeant peut jouer ainsi le rôle d'arbitre en matière de conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes.

Du coup, la « stabilité » de l'entreprise à laquelle participe un noyau d'actionnariat salarié fort, configuration critiquée souvent comme un élément d'enracinement du dirigeant, peut être perçue comme un élément de pérennité permettant de rééquilibrer les pouvoirs au sein de la firme.

**Encadré 41 : Dirigeant intendant ?**

« On a instrumentalisé l'actionnariat salarié en fait, on l'a instrumentalisé comme on a instrumentalisé beaucoup de choses... Tant que vous n'êtes pas dans un vrai modèle de gouvernance, si vous voulez, en considérant que bon, on a des parties prenantes… Et ça, c'est le poids de la gouvernance anglo-saxonne... La gouvernance anglo-saxonne ne voit la gouvernance qu'au niveau actionnarial… Donc à partir de ce moment-là, elle tend à ignorer le rôle d'arbitre du dirigeant en matière de conflits d'intérêt. Or, les conflits d'intérêts, ils ne sont pas qu'avec les actionnaires si vous voulez, ils sont avec les salariés, ils sont avec les fournisseurs... Et donc, dans le concept de la gouvernance partenariale qui a été développée à partir des travaux de Jensen si vous voulez, ce qu'on essaie de faire comprendre, c'est que finalement le dirigeant, il est dans un rôle d'arbitrage, ah, c'est-à-dire que… Il y a un nœud géométrique d'intérêts dans l'entreprise et que c'est le dirigeant qui fait l'arbitrage. C'est-à-dire si les clients veulent des baisses de prix, ça va contrecarrer les intérêts des salariés qui voudraient qu'on augmente leurs salaires si vous voulez… Si les actionnaires veulent plus de dividendes, etc – ça va contrecarrer éventuellement le jeu des prix et des marges avec les fournisseurs… C'est bien le dirigeant qui arrive à le faire, l'équilibre, si vous voulez bon… Alors, en plus le droit anglo-saxon ignore la notion d'intérêt social. L'intérêt social c'est une conception typiquement française d'ailleurs qui considère qu'il y a un intérêt aussi de l'entreprise par rapport aux parties prenantes quoi... Donc, il y a l'un intérêt supérieur de l'entreprise qui est de… Bon… Mais c'est le… Je crois l'un des rares pays où le … on développe cette conception d'intérêt social si vous voulez, bon… Mais, elle rentre dans une vision élargie de la gouvernance… Alors que les anglo-saxons ont des visions extrêmement restrictives si vous voulez quoi » (interviewé n°8).

« Et donc la France avec les 4,5, c'est 4,5% de détention en moyenne, et donc une moyenne, ça veut dire qu'il y a des gens à 0, il y a des gens à beaucoup plus, c'est quand même tout à fait flagrant de voir la progression en France et donc il y a de plus en plus d'entreprises avec un actionnariat salarié… Bon, nous avons parlé d'actionnariat de niveau stratégique. Ça veut dire quoi un niveau stratégique dans l'actionnariat ? Ça veut dire qu'on peut rien faire dans des choix à long terme d'entreprise sans tenir compte de vous. Ça veut pas dire qu'on va obligatoirement suivre l'avis de l'actionnariat salarié, mais ça veut dire qu'on peut rien faire sans en tenir compte. Quand il s'agit des choses stratégiques dans l'entreprise, on peut plus rien faire sans tenir compte des salariés » (interviewé n°20).

## SYNTHESE 7

La réalisation d'entretiens menés au sein de vingt grandes entreprises françaises cotées enrichit notre connaissance des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur de la firme. Les discours recueillis permettent d'expliquer, certes partiellement, les résultats observés lors de nos deux études statistiques précédentes. Cet apport constitue néanmoins un enrichissement da la grille d'analyse de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et sur l'efficacité du système de gouvernance des entreprises françaises. Notre étude s'inscrit dans le champ des « études sociales de la finance » qui s'intéresse à la façon dont l'action économique est encastrée dans un contexte socio-politique co-construit par les acteurs, basé sur des valeurs, des relations de pouvoirs et des relations sociales.

Cette analyse approfondie suggère l'influence de facteurs intra-organisationnels dont il convient de tenir compte dans le modèle d'analyse des effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance d'entreprise, et notamment l'implication philosophique des dirigeants envers l'actionnariat salarié, le sentiment d'actionnariat psychologique, la confiance et l'implication organisationnelle des salariés actionnaires.

Cette liste non exhaustive de facteurs pouvant influencer les règles du jeu facilitant la coopération et l'action collective au sein de la firme montre à quel point l'analyse traditionnelle appréhendée par les seuls postulats du cadre théorique contractualiste de la firme n'est pas suffisante pour réaliser un diagnostic pertinent de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur de l'entreprise. Cette perspective montre d'ailleurs l'intérêt d'enrichir le cadre d'analyse néo-classique par les apports de la vision socio-cognitive de la firme permettant de mieux saisir les dynamiques organisationnelles qui émergent suite à la mise en place de l'actionnariat salarié.

Les conclusions tirées de l'étude qualitative doivent cependant être prises avec précaution étant donné les nombreuses limites inhérentes à ce genre de méthodologie. En effet, il est largement reconnu que l'entretien de recherche n'est jamais neutre pour les personnes interrogées : « la situation créée par un entretien de recherche est toujours paradoxale : d'un coté, une situation de travail avec ses exigences notamment de « jeux de rôle », de « dissimulation », de « construction » de rapports sociaux complexes ; de l'autre, une mise en abîme qui consiste à faire parler « spontanément » de cette situation » (Igalens & Roussel, 1996).

Au-delà du jeu de rôle possible des acteurs rencontrés, un problème de généralisation des résultats peut être soulevé. Même si nous avons veillé à interviewer des personnes ayant des statuts différents, en « recoupant » à chaque fois leurs témoignages, notre deuxième groupe d'hypothèses nécessite de nouvelles analyses permettant de renforcer sa validité empirique.

# CONCLUSION GENERALE

Notre conclusion générale est structurée en 4 sections. Premièrement, nous allons rappeler les objectifs initiaux de notre recherche, ainsi que les principaux choix théoriques et méthodologiques qui ont guidé notre travail. Deuxièmement, les résultats des trois applications empiriques seront présentés synthétiquement. Troisièmement, les contributions et les implications managériales de la thèse seront exposées. Dernièrement, les limites et les perspectives de recherches seront discutées.

## LES OBJECTIFS ET LES PRINCIPAUX CHOIX THEORIQUES ET METHODOLOGIQUES DE LA THESE

L'objectif principal de notre recherche doctorale était de mieux appréhender l'impact de la mise en place des plans d'actionnariat salarié au sein des entreprises françaises cotées sur leur capacité à créer de la valeur ainsi que sur leur performance organisationnelle globale. Nous étions intéressés par les deux modalités d'influence possibles dans le cas de l'actionnariat salarié : l'analyse de l'impact potentiel de la participation des salariés actionnaires à la structure du capital des entreprises sur la création de valeur actionnariale fût complétée par l'étude des effets cognitivo-comportementaux possibles suite à l'introduction de l'actionnariat salarié par les entreprises françaises cotées.

Pour ce faire, nous avons construit un modèle conceptuel permettant d'intégrer les deux approches théoriques de l'actionnariat salarié restées dissociées dans les 163 recherches empiriques antérieures recueillies lors de notre revue de la littérature (cf. synthèse 3) : les apports des travaux ayant analysé ce mécanisme du point de vue économico-financier, focalisés sur la performance financière de l'actionnariat salarié, ont été mis en perspective à la lumière des apports issus des recherches ayant étudié l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance organisationnelle des entreprises.

L'originalité de notre recherche provient de son positionnement dans le jeune courant de recherche des études sociales de la finance (*Social Studies of Finance*) qui cherche à

compléter et à enrichir le cadre théorique traditionnel de la firme grâce aux contributions des travaux récents en sociologie économique, sciences politiques ou en sciences cognitives dans le but de mettre en évidence la spécificité des relations financières, afin d'arriver à une compréhension approfondie des transformations des marchés financiers, de l'industrie bancaire et des nouveaux modes de financement des entreprises.

Ainsi, l'articulation d'un triple cadre théorique construit sur le croisement de la *théorie de l'agence*, de la *théorie des réseaux* et de l'approche du *knowledge management* pour analyser notre objet de recherche qui est l'actionnariat salarié nous a permis d'étudier notre problématique de recherche formulée comme suit: quel est l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et sur la gouvernance des entreprises françaises cotées ?

Notre recherche visait ainsi à atteindre les trois objectifs principaux suivants :

- évaluer l'efficacité de l'actionnariat salarié sur la performance économique, financière et boursière des entreprises françaises
- évaluer l'efficacité de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle
- améliorer la connaissance du fonctionnement du mécanisme de l'actionnariat salarié, enrichir le cadre théorique traditionnel en intégrant les hypothèses issues d'une analyse socio-cognitive de la firme nous permettant de questionner les interactions possibles entre l'actionnariat salarié avec les questions liées au management du capital intellectuel de la firme.

Pour répondre à la problématique générale de recherche, une triple étude empirique a été réalisée avec des choix méthodologiques spécifiques à chacune.

Premièrement, nous avons analysé l'impact de l'actionnariat salarié sur des indicateurs de performance économique et financière des entreprises.

Dans un deuxième temps, nous avons souhaité savoir si l'actionnariat salarié avait un effet sur les rendements boursiers des entreprises françaises cotées en Bourse (SBF250).

Enfin, les résultats des tests statistiques ont été confronté aux discours des professionnels ayant participé à la mise en place des plans d'actionnariat salarié au sein des grandes entreprises françaises cotées et observé son fonctionnement depuis.

D'un point de vue épistémologique, étant donné qu'il est très difficile de tester empiriquement les trois dimensions de l'actionnariat salarié – économique, gouvernance d'entreprise et organisationnelle (Kaarsemaker 2006) - nous avons adopté une posture théorique qui consiste à tester la triple démarche empirique adoptée dans un cadre conceptuel intégré, construit sur la coexistence d'une logique déductive (utile aux tests) et

d'une logique inductive (utile à l'exploration), complémentaires dans l'élaboration des connaissances scientifiques.

Notre revue de la littérature théorique concernant les effets de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et la gouvernance des entreprises avait mis en évidence le fait que l'analyse des conflits d'intérêts prend une place très importante dans le cadre contractualiste de la firme.

Le point de départ de notre analyse juridico-financière de l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur par les entreprises fût le constat que l'actionnariat salarié, en transformant le salarié en propriétaire, lui permet de disposer de droits de contrôle légitime sur l'entreprise (Bruder, 2007 ; Hollandts, 2007, p.25).

La théorie des droits de propriété a été ensuite mobilisée pour analyser l'influence d'une structure de propriété avec actionnariat salarié sur le comportement des agents individuels et sur le fonctionnement et l'efficience du système économique.

En parallèle, nous avons aussi mobilisé la théorie de l'agence qui a pour but d'analyser le fonctionnement réel des organisations, à travers l'étude des mécanismes d'incitation et de coordination des membres de la coalition. La théorie de l'agence s'attache à expliquer les formes organisationnelles comme modes de résolution des conflits: incitation *versus* surveillance et contrôle, en étudiant les conséquences comportementales qu'une modification des droits de propriété est susceptible d'entraîner. Notre préoccupation concernait l'analyse de l'efficacité de la structure de capital avec actionnariat salarié.

Les firmes avec actionnariat salarié sont analysées par ce cadre théorique comme étant une forme intermédiaire entre les firmes à propriété atténuée (*à priori* la plus efficace selon Hollandts, 2007) et la firme collective.

Les travaux ayant mobilisé ce cadre théorique pour l'étude des effets de l'actionnariat salarié convergent généralement vers le constat d'une inefficacité intrinsèque inhérente à la structure de propriété avec actionnariat salarié, en soulignant plusieurs sources d'inefficience (*ibid.*), et notamment le phénomène du passager clandestin et les conflits d'intérêts entre les salariés et les actionnaires liés au fait que les salariés actionnaires auraient du mal à faire face aux deux fonctions d'utilité contradictoires liées au statut d'actionnaire salarié, ou à une fonction d'utilité très complexe, en soulignant une confusion possible d'intérêts divergents (*ibid.*, p.55). Ce qui pousse par ailleurs certains chercheurs à considérer les salariés actionnaires comme « potentiellement schizophrènes » (*ibid.*, p. 42).

Du coup, l'hétérogénéité des préférences des salariés actionnaires et leur divergence d'horizon temporel (avec une préférence supposée pour le présent) est analysée comme l'élément qui augmente le coût de prise des décisions managériales (*ibid.*, p.40), en concluant par l'existence de coûts d'agence supérieurs, par une dégradation de l'efficacité du monitoring interne, ainsi que par l'augmentation des coûts de transaction des décisions collectives (Hansmann, 1988, 1990, 1996).

Les principaux postulats du cadre théorique contractualiste de la firme se focalisant sur l'opportunisme généralisé dans un contexte de rationalité limitée, il devient dès lors passionnant de relever les contradictions théoriques dans l'analyse des effets potentiels de l'actionnariat salarié.

Ainsi, Hollandts (2007, p.50) fait remarquer les difficultés liées à l'alignement des intérêts entre les salariés et les actionnaires en supposant trois niveaux d'inefficiences dans les différentes relations d'agence impliquant les actionnaires salariés, et notamment avec les autres salariés non actionnaires de la firme, avec les autres actionnaires extérieurs à la firme, puis avec les dirigeants.

En même temps, ce raisonnement est fondé sur l'idée que l'actionnariat salarié augmente les possibilités des salariés actionnaires à réaliser des comportements opportunistes (*ibid.*, p.55) car les salariés actionnaires sont « *susceptibles de connaître avec précision la performance de l'entreprise, résultant pour partie des efforts collectifs de l'ensemble des salariés* », ils ont aussi la « *possibilité de connaître précisément la stratégie actuelle et les orientations prévues pour l'avenir* ».

Par ailleurs, certains chercheurs considèrent l'horizon d'investissement des actionnaires externes de la firme comme automatiquement supérieurs à l'horizon d'investissement des salariés actionnaires (*ibid.*, p.36), sachant que d'autres travaux soulignent la grande hétérogénéité observée concernant les horizons d'investissement différents des actionnaires (Gaspar, 2009).

Nous remarquons ainsi l'existence d'une forme d'amalgame entre les structures de propriété avec actionnariat salarié et une structure de capital fondée sur la propriété collective, en effet, beaucoup de critiques de l'actionnariat salarié sont issues d'une extrapolation des critiques de la forme coopérative (Blair & al., 2000, Hollandts, 2007).

Pour résumer, nous ne pouvons que souligner le manque de conviction de ces critiques soutenant le postulat que l'actionnariat salarié affaiblirait la structure de propriété de la firme en diminuant l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise, conclusion hâtive qui relève, selon nous, plus d'une thèse que d'une démonstration d'une réelle dégradation prévisible de la performance de la firme.

Pour pallier à ces limites, nous avons cherché à compléter le cadre théorique néo-classique en mobilisant l'approche socio-cognitive de la firme qui permet d'analyser les leviers de l'action collective et de la coopération au sein de l'entreprise (Rainelli-Le Montagner, 2003).

La perspective socio-cognitive de la firme nous a ainsi permis de reconsidérer le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance d'entreprise en fonction de sa capacité à identifier et à mettre en œuvre les investissements créateurs de valeur. Les deux perspectives se complètent et peuvent s'enrichir mutuellement. Il est d'ailleurs difficile de supposer qu'on puisse analyser les questions d'appropriabilité indépendamment de la contribution des différents acteurs économiques à la création de valeur.

Pour que les mécanismes de gouvernance d'entreprise puissent contribuer efficacement à améliorer le potentiel de création de valeur – que la valeur soit actionnariale ou partenariale – des entreprises, il ne suffit pas de se préoccuper des systèmes disciplinaires juridico - comptables visant à éviter les spoliations, il faut également prendre conscience des effets des systèmes de gouvernance sur les dimensions managériale et perceptive de la création de valeur, qui jouent vraisemblablement un rôle au moins aussi important.

Notre analyse théorique de l'actionnariat salarié dans le prisme d'une vision socio-cognitive de la firme a mis en évidence la nécessité de s'intéresser aux conditions de facilitation de la coopération et de l'action collective au sein de la firme. L'argumentation proposée concernant le rôle de l'actionnariat salarié dans la construction du capital intellectuel (Nahapiet et Ghoshal, 1998) nous a permis de mettre en lumière l'importance de l'actionnariat salarié pour l'entretien et le développement du capital humain et du capital social de l'entreprise : si l'entreprise est un lieu où les individus mettent en commun leurs ressources pour atteindre un objectif collectif, une ressource essentielle à partager, c'est la connaissance, or – sous certaines conditions - les valeurs véhiculées par l'entreprise suite à la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié incitent les individus au partage de leurs connaissances (Baret, 2006b).

Notamment, nous avons mis en évidence qu'en présence d'une philosophie de management humaniste caractérisée par une implication philosophique des dirigeants forte vis-à-vis de l'actionnariat salarié, le mécanisme de l'actionnariat salarié peut favoriser le partage des informations et la création de nouvelles connaissances.

Sous cette condition, la mise en place d'un dispositif d'actionnariat salarié a de fortes chances d'être perçue comme une forme de soutien organisationnel par les salariés, ceci peut aussi créer un sentiment d'actionnariat psychologique, ces deux facteurs ayant été

identifiés comme étant des antécédents importants de la confiance et de l'implication organisationnelle.

## PRESENTATION DES RESULTATS ET DES CONCLUSIONS DES TROIS ETUDES EMPIRIQUES

Notre problématique de recherche étant l'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur le processus de création de valeur des entreprises françaises cotées, la principale conclusion de nos trois études empiriques est la suivante : ***l'actionnariat salarié influence positivement la création de valeur des entreprises en renforçant la confiance entre les salariés, les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise***.

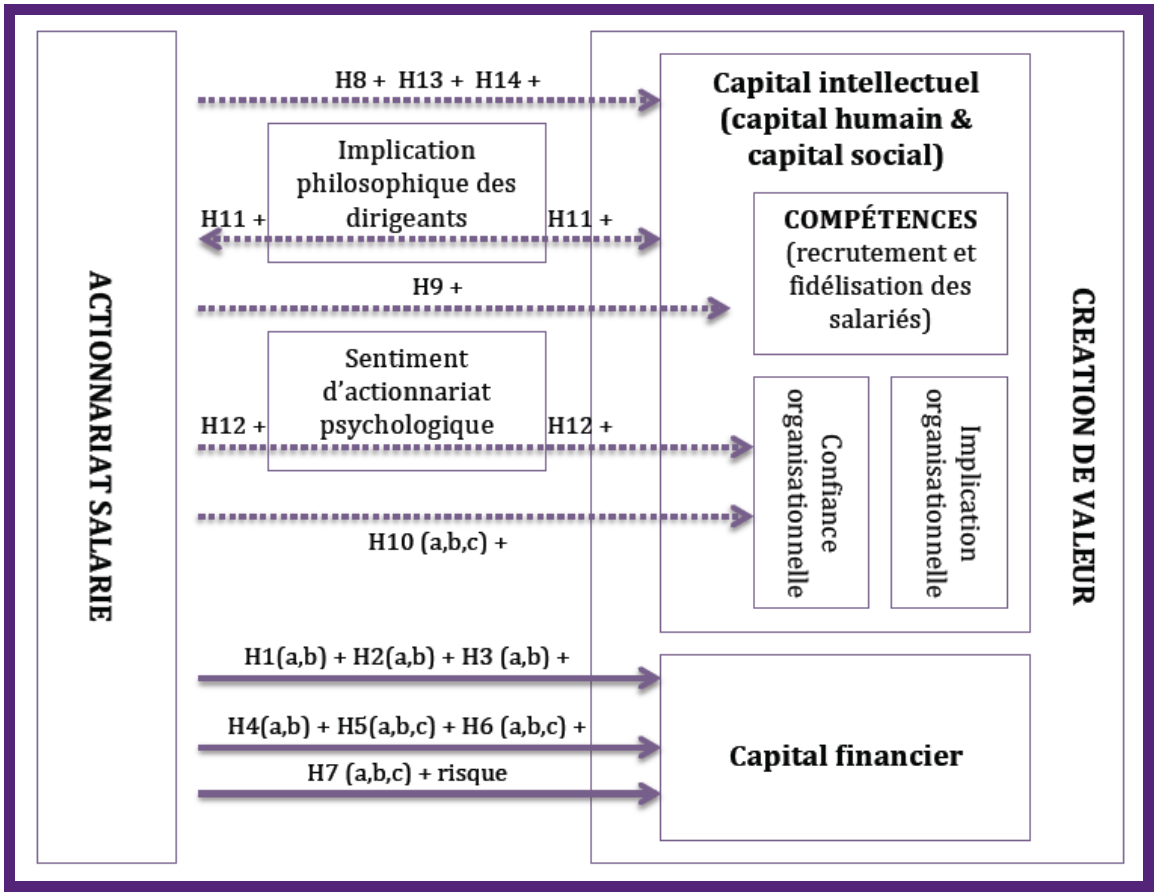
Le test du modèle de recherche à partir des données issues des bases de données financières Worldscope et Datastream et de la base de données d'actionnariat salarié de la FEAS, puis l'analyse approfondie des entretiens réalisés au sein de vingt grandes sociétés françaises cotées permettent de mettre en évidence les différents facteurs pouvant intervenir dans la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur et le système de gouvernance d'entreprise.

Le modèle de recherche initial est rappelé dans la figure 9 ci-dessous.

Ce modèle met explicitement en évidence l'importance de l'influence de l'implication philosophique des dirigeants envers l'actionnariat salarié sur les caractéristiques des plans d'actionnariat salariés mis en place et des pratiques de management qui en découlent qui peuvent favoriser l'émergence d'un sentiment d'actionnariat psychologique chez les salariés actionnaires, déterminant important de la confiance et de l'engagement organisationnel des salariés actionnaires.

Dans la première partie consacrée à la revue de la littérature théorique nous avons vu que la valeur de marché d'une entreprise peut se définir comme étant égale à la somme de la valorisation de son capital financier et de son capital intellectuel. Notre modèle de recherche avait ainsi formalisé notre interrogation quant à l'influence de l'actionnariat salarié sur ces deux déterminants de la création de valeur par l'entreprise qui sont le capital intellectuel et le capital financier de la firme.

**Figure 9 : Le modèle de recherche**




Ainsi, le premier groupe d'hypothèses (de H1 à H7), représentés avec des lignes continues, regroupe les hypothèses issues de notre analyse contractualiste de l'influence de l'actionnariat salarié sur la performance financière de la firme (cf. chapitres 1 et 3) et ont été testées à travers deux études empiriques quantitatives.

Puis, le deuxième groupe d'hypothèses (de H8 à H14), représentés avec des lignes en pointillés dans le modèle, réunit les hypothèses issues de l'analyse socio-cognitive du mécanisme de l'actionnariat salarié, en tant qu'élément « facilitateur » de l'action collective et « producteur » de capital social organisationnel (cf. chapitres 2 et 3).

Notre revue de la littérature théorique et empirique existante sur le lien entre l'actionnariat salarié et la création de valeur par l'entreprise nous a permis ainsi de supposer une influence positive de l'actionnariat salarié sur la performance de la firme. En

effet, l'actionnariat salarié semble favoriser l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des autres « *stockholders* » (Pugh et al., 1999 ; Gamble, 2000).

L'analyse statistique des données provenant des bases des données financières DATASTREAM et WORLDSCOPE et de la base de données spécifique à l'actionnariat salarié fournie par la FEAS nous a permis d'étudier et de comparer la performance et le risque des entreprises ayant mis en place l'actionnariat salarié et celles qui ne sont pas investies dans la démarche en utilisant plusieurs catégories d'indicateurs.

Notre première étude empirique nous a permis de démontrer que l'actionnariat salarié a un impact positif sur la rentabilité des capitaux propres des entreprises et sur le taux de retour sur investissement des entreprises françaises cotées en Bourse sur la période d'étude de 2005 à 2008.

En effet, les entreprises avec actionnariat salarié ont une rentabilité des capitaux propres supérieure de 2 à 3,5% en moyenne, et ce dès le seuil de 1% du capital détenu par les salariés actionnaires. De même en ce qui concerne le taux de retour sur investissement, les entreprises avec actionnariat salarié surperforment les autres de 1 à 2% en moyenne, ce gain de ROI étant observable dès le seuil de 1% d'actionnariat salarié. Les résultats des tests statistiques sont très significatifs.

Nous remarquons aussi un effet positif faible, mais significatif, de l'actionnariat salarié sur le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable.

Nous constatons également que les entreprises ayant un taux d'actionnariat salarié variant entre 6 à 20% du capital ont une croissance de leur chiffre d'affaires supérieure de 2,5 à 3,5% comparativement aux autres entreprises.

De la même façon, nous observons que les entreprises ayant atteint un taux d'actionnariat salarié de 6% du capital ont une croissance de leurs effectifs supérieure de plus de 2% par rapport aux entreprises sans actionnariat salarié ou bien avec un actionnariat salarié d'un niveau assez faible.

L'actionnariat salarié a un effet négatif sur les bénéfices par action et sur les dividendes par action. Nous constatons de même que les entreprises avec actionnariat salarié ont un taux de distribution des bénéfices inférieur aux autres, ces résultats étant à nouveau très significatifs statistiquement.

L'actionnariat salarié (mesuré *via* le pourcentage des salariés actionnaires ou bien le pourcentage d'actionnariat non-dirigeant) diminue le risque des entreprises, ce résultat statistique étant très significatif.

En ce qui concerne l'actionnariat des dirigeants, nous avons constaté que la détention des actions de l'entreprise par ses cadres dirigeants est associée à un taux des bénéfices par action inférieur ainsi qu'à un taux de distribution des bénéfices inférieur et un *price-to-book ratio* supérieur aux autres entreprises.

Nous constatons finalement que les entreprises dans lesquelles les cadres dirigeants sont actionnaires ont une meilleure rentabilité des capitaux propres (les gains étant supérieurs de 1 à 4 %) et un meilleur taux de retour sur investissement (les gains obtenus variant entre 1,5 et 2,6%), et ce - quelque soit le pourcentage du capital détenu par les dirigeants de l'entreprise. Les résultats statistiques sont hautement significatifs.

Quant à la croissance de l'entreprise, nous remarquons un fort effet positif significatif de l'actionnariat des dirigeants sur la croissance de l'entreprise mesurée par la variation du chiffre d'affaires ou bien par la variation des effectifs. Effectivement, le groupe des entreprises ayant ne serait-ce qu'un pourcent de leur capital détenu par leurs dirigeants a une croissance du chiffre d'affaires supérieure de 3%, ainsi qu'une croissance des effectifs supérieure de 2%. Par ailleurs, l'actionnariat des dirigeants augmente le risque (mesuré par la volatilité des actions) des entreprises.

Quant à la présence des stock-options, les résultats de nos analyses de régression multiple démontrent que la distribution des stock-options augmente très fortement le bêta (donc le risque) des entreprises françaises.

L'analyse discriminante descriptive nous permet de conclure que les entreprises françaises cotées sont caractérisées par différents profils d'actionnariat salarié, en fonction notamment de la combinaison de l'« actionnariat des dirigeants » et de l'« actionnariat des salariés non-dirigeants » au sein de la structure du capital de l'entreprise, ce qui influence la performance et le risque financier des entreprises ayant mis en place un mécanisme d'actionnariat salarié.

Ces résultats confirment et nuancent les premiers résultats obtenus dans ce champ de recherche par l'étude de D'Arcimoles et Trébucq (2003) en France. Basé sur ces résultats, l'actionnariat salarié semble être globalement bénéfique pour les entreprises ayant choisi de faire entrer les salariés actionnaires dans leur structure du capital.

Notre deuxième étude empirique focalisée sur l'analyse statistique des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et la performance boursière des entreprises françaises cotées sur la période de 2005 jusqu'à 2011 a abouti aux constats suivants :

- Sur les trois périodes étudiées, dès que le seuil de détention du capital par les salariés actionnaires atteint les 15% du capital, les entreprises avec actionnariat salarié ont un bêta inférieur aux autres.
- Dans le cas des dirigeants actionnaires, nous remarquons que les entreprises ayant une présence ne serait-ce que faible d'actionnariat salarié destiné à ses dirigeants sont moins risquées que les autres. Ce constat est valable pour les trois périodes de l'étude, sachant qu'il est toutefois plus marqué sur la période « avant la crise ».
- La présence d'actionnariat salarié « non-dirigeant » est associée à un risque financier plus important, et ce dès que le seuil de 1% du capital est détenu par des salariés actionnaires « non-dirigeants » de l'entreprise.
- Les entreprises dans lesquelles les salariés actionnaires non dirigeants détiennent 20% du capital ont un rendement supérieur aux autres de près de 30% sur la période complète de notre étude. Les mêmes entreprises ont des actions deux fois plus rentables sur la période d'avant la crise financière de septembre 2008.

L'analyse des résultats de régression confirme que la présence de l'actionnariat salarié (à destination des dirigeants ou bien des salariés non-dirigeants) diminue le risque financier des entreprises françaises cotées.

Par contre, il semblerait que la variable « âge de l'actionnariat salarié » a une influence positive sur le bêta des entreprises françaises faisant partie de notre échantillon. Ceci signifie que les entreprises ayant une ancienneté plus importante dans la mise en place des mécanismes de l'actionnariat salarié sont légèrement plus risquées que les autres.

Nous constatons par ailleurs qu'après la crise financière de septembre 2008, la présence de stock-options est associée à une très forte augmentation du risque financier des entreprises françaises cotées.

L'analyse factorielle discriminante met en évidence l'existence de différents profils d'« actionnariat salarié » parmi les entreprises françaises cotées.

Le profil « *le plus performant et le moins risqué* » est caractérisé par un niveau très fort d'actionnariat salarié non-dirigeant (autour de 20% du capital), associé à un niveau assez modéré d'actionnariat salarié dirigeant. Ce groupe se caractérise (pour un niveau de risque légèrement plus important) par une surperformance boursière grâce à un rendement total moyen de ses actions qui est 2,7 fois plus important que le rendement total moyen des actions des autres entreprises sur la période complète de notre étude (de janvier 2005 à avril 2011).

Le rendement moyen des actions des entreprises appartenant à ce profil est par ailleurs plus de 5 fois plus important sur la période avant la crise financière (de janvier 2005 à septembre 2008) par rapport aux autres groupes caractérisés par un niveau d'actionnariat salarié « non-dirigeant » plus faible, mais avec un profil plus risqué.

Les résultats de l'analyse factorielle discriminante convergent par ailleurs avec les résultats des analyses univariées en soulignant les effets positifs significatifs d'un niveau d'actionnariat salarié « non-dirigeant » très fort sur la performance boursière des entreprises françaises cotées.

Les résultats de notre étude statistique des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et le rendement boursier des entreprises françaises cotées vont dans le sens de l'indice de l'actionnariat salarié Euronext FAS IAS ® qui montre une surperformance boursière des entreprises avec actionnariat salarié par rapport aux entreprises sans actionnariat salarié.

- Une confrontation des résultats des tests statistiques avec le discours des professionnels

Afin d'analyser empiriquement l'impact potentiel de l'actionnariat salarié sur la création, l'entretien et le renforcement du capital humain et du capital social, essentiels au développement du capital intellectuel de la firme dans la nouvelle économie des connaissances, nous avons mené une troisième étude empirique, basée sur une méthodologie qualitative.

L'approche socio-cognitive de la firme nous a permis d'appréhender le dispositif de l'actionnariat salarié comme étant une institution, encastrée dans un contexte socio-politique et économique, ce qui explique la complexité des mécanismes d'actionnariat salarié imaginés par les entreprises ainsi que des modalités de fonctionnement qui en découlent, l'actionnariat salarié étant un moyen de *coordination des interactions sociales* au sein de l'entreprise.

L'actionnariat salarié joue un rôle dans le renforcement du capital *humain* et contribue au maintien et au développement du *capital intellectuel* de la firme car c'est un moyen d'attirer et de fidéliser les salariés ayant des compétences indispensables pour la création de valeur par la firme.

L'actionnariat salarié étant par définition d'abord un mode de rémunération différée de la performance collective, il remplit parfaitement son rôle d'élément « *producteur* » de capital social au sein de l'organisation (Leana et Van Buren, 1999).

Nous avons notamment pu observé son influence positive sur les trois facteurs-clés du capital social organisationnel:

- L'actionnariat salarié est un outil permettant de « donner du sens » aux actions collectives à travers l'existence d'objectifs collectifs et de valeurs partagés par l'ensemble des membres de l'entreprise.
- L'actionnariat salarié est un outil permettant l'implication organisationnelle des membres dans l'atteinte de ces objectifs collectifs.
- L'actionnariat salarié est un outil permettant de construire et de renforcer la confiance organisationnelle.

Nous avons vu aussi que, sous certaines conditions, la mise en place *récurrente* des plans d'actionnariat salarié par les grandes entreprises françaises a aussi pour but de construire et de renforcer une relation de confiance entre les salariés et l'entreprise, permettant de préserver voire développer leur capital social. Une des conditions indispensables à la cristallisation de ces effets positifs, c'est une *implication philosophique des dirigeants* « forte » envers l'actionnariat salarié. Cette *implication philosophique des dirigeants* « forte » se rapproche fortement des principes de la philosophie du management « *humaniste* » évoquée par Arnaud (2006), fondée sur un sentiment de loyauté ou de bienveillance de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés.

L'actionnariat salarié, avec toutes les pratiques de communication qui accompagnent la mise en place des plans d'actionnariat salarié, peut s'avérer un dispositif important permettant de voir émerger un *sentiment d'actionnariat psychologique*, identifié par les chercheurs comme une variable médiatrice de la relation entre l'actionnariat salarié et l'implication organisationnelle des salariés.

Les travaux relevant de l'approche socio-cognitive de la firme illustrent ainsi le fait que l'actionnariat salarié aurait un impact positif sur la performance organisationnelle grâce à l'association de trois effets inter reliés, notamment la création d'intérêts communs, le sentiment d'appartenance et l'implication organisationnelle des salariés et le sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés.

En ce qui concerne l'impact de l'actionnariat salarié sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise, nous avons mis en évidence le fait que l'actionnariat salarié peut avoir un rôle cognitif fort et important dans la transmission des informations entre les salariés

actionnaires et les dirigeants, *apportant une aide précieuse à la prise de décision stratégique par les dirigeants*. L'actionnariat salarié pourrait ainsi stimuler la formation des décisions et la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux par *la réduction des conflits et / ou des coûts cognitifs au sein de l'entreprise*.

L'importance accordée au caractère collectif de la création de la rente permet en effet d'envisager autrement l'importance des conseils d'administration hybrides avec notamment des *administrateurs représentants des actionnaires salariés qui y sont présents, non seulement pour défendre leurs investissements spécifiques, mais également pour apporter de l'information* afin d'accroître la création de valeur.

Ainsi, la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié par l'entreprise, dans le respect de tous les droits de propriété (droit à l'information, à la prise de décision, droits à la rente résiduelle) des salariés - actionnaires a des effets positifs sur la performance organisationnelle.

## LES CONTRIBUTIONS ET LES IMPLICATIONS MANAGERIALES DE LA THESE

L'originalité de notre modèle de recherche tient à la tentative de regrouper dans un cadre théorique unifié dans une perspective socio-cognitive de la firme les deux grandes catégories d'études des effets de l'actionnariat salarié et notamment les analyses strictement financières et les recherches plus axées sur les attitudes et les comportements des salariés actionnaires.

Une autre originalité de notre triple étude empirique provient de notre angle d'analyse qui a mis l'accent sur la contribution possible, sous certaines conditions, de l'actionnariat salarié au maintien et au développement du capital intellectuel de la firme, à travers l'instauration d'une dynamique organisationnelle favorisant les pratiques de gestion propices au management de l'intelligence collective.

En effet, les apports des théories néo-classiques de la firme permettent de prédire que l'actionnariat salarié affecte les caractéristiques de l'organisation du travail, les politiques et les pratiques de gestion, et de là, influence les attitudes et les comportements des

salariés (engagement, motivation et satisfaction au travail, etc.) pour finalement, avoir une influence positive sur la performance financière de l'entreprise.

La relation entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise apparaît cependant plus complexe qu'elle ne semblait à priori : d'autres variables sont à considérer pour comprendre le mécanisme réel de cette relation. Ces variables agissent au niveau du système de relations professionnelles, c'est-à-dire au niveau des relations individuelles entre les acteurs sociaux. Il ne s'agit plus ici d'identifier les relations au niveau de la firme (perçue comme une boîte noire), mais bien de décrire les comportements des acteurs au niveau du lieu de travail. Cette approche permet de mieux comprendre les processus et les mécanismes pouvant conduire à l'amélioration de la performance.

En premier lieu, les stratégies déployées par les directions d'entreprise éclairent les mécanismes ayant lieu suite à la mise en place des plans d'actionnariat salarié et, par conséquent, expliquent, au moins partiellement, les effets cognitivo-comportementaux positifs observés.

Finalement, la prise en compte des relations entre les acteurs sociaux vient enrichir considérablement le modèle explicatif de la relation actionnariat salarié – création de valeur dans le contexte français.

En second lieu, on peut noter que la compétence des représentants des actionnaires salariés semblent influencer fortement la nature des relations qui se lient entre les membres du conseil d'administration ainsi qu'au sein de la firme, avec les salariés et les syndicats par exemple.

Il en est de même de la personnalité des responsables des associations d'actionnaires salariés ou bien d'autre membres de la direction (tels que les directeurs des ressources humaines par exemple) qui peuvent, selon leur approche du phénomène de l'actionnariat salarié, ou de leur capacité à construire des relations constructives, contribuer à créer des relations coopératives au sein de la firme ou être à l'origine de mauvaises relations sociales. Les buts, les valeurs, la personnalité ou le pouvoir des dirigeants sont aussi susceptibles d'influencer fortement la nature des relations professionnelles.

Il est frappant de constater à quel point la relation actionnariat salarié – performance est dépendante de nombreux facteurs contextuels.

## LES LIMITES ET LES PERSPECTIVES DE RECHERCHES

Le présent travail de recherche n'est bien évidemment pas exempt de certaines limites théoriques et méthodologiques. Du point de vue théorique, l'originalité de notre modèle cherchant à analyser les effets socio-cognitifs de l'actionnariat salarié sur la création de valeur et sur la performance globale des entreprises françaises cotées est en même temps une limite car toutes ses hypothèses n'ont pas pu être validées statistiquement.

La validation empirique de notre modèle nécessite ainsi de futures recherches avant de pouvoir généraliser les résultats issus de notre troisième étude empirique.

L'utilisation des échelles de mesure de la confiance organisationnelle (Morgan & Hunt, 1994), de l'implication organisationnel (Meyer & Allen, 1991), du sentiment d'actionnariat psychologique (Pierce & al., 2003) ainsi que la construction d'une échelle de mesure pour la variable « implication philosophique des dirigeants envers l'actionnariat salarié » devraient nous permettre de tester et de valider notre modèle théorique afin de pouvoir généraliser les résultats obtenus.

Nous n'avons pas abandonné non plus notre projet de recherche initial : étudier l'actionnariat salarié sous l'angle de l'approche multi-niveaux et nous allons poursuivre dans cette voie.

En définitive, le choix du sujet de l'actionnariat salarié pour notre thèse de doctorat fût une idée très réussie car c'est un objet de recherche très passionnant que nous allons pouvoir explorer dans nos recherches futures.

# TABLE DES ILLUSTRATIONS

Tableau 1 : L'évolution de l'actionnariat salarié en France (2006 – 2011) ..... 48

Tableau 2 : L'évolution de l'actionnariat salarié en Europe (2006 – 2010) ..... 54

Tableau 3 : Résultats des études empiriques sur le lien horizon d'investissement des actionnaires et performance de la firme ..... 108

Tableau 4 : Les principaux travaux étudiant l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance financière de l'entreprise .....217

Tableau 5 : Les principaux travaux étudiant les effets de l'actionnariat salarié sur la performance financière de l'entreprise ..... 237

Tableau 6: Liste et définition des variables issues des bases de données DATASTREAM ou WORLDSCOPE..... 276

Tableau 7: Liste et définition des variables issues de la base de données fournie par la FEAS comportant des indicateurs de l'actionnariat salarié ..... 279

Tableau 8: Présence de l'actionnariat salarié dans les différents secteurs d'activités (mesurée par le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés) ..... 283

Tableau 9: Pourcentage des salariés « *actionnaires de l'entreprise dans laquelle ils travaillent* » dans les différents secteurs d'activités ..... 284

Tableau 10: Importance de l'actionnariat salarié des dirigeants dans les différents secteurs d'activités (mesurée par le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés dirigeants de l'entreprise)..... 285

Tableau 11: Importance de l'actionnariat des salariés « non dirigeants » dans les entreprises appartenant à différents secteurs d'activités (mesurée par le pourcentage du capital détenu par des actionnaires salariés « non dirigeants » de l'entreprise)..... 286

Tableau 12: Actionnariat salarié en fonction de la taille des entreprises..... 287

Tableau 13: Actionnariat salarié des dirigeants et taille de l'entreprise ..... 289

Tableau 14: Actionnariat des salariés non dirigeants et taille de l'entreprise..... 290

Tableau 15 : Pourcentage des salariés « *actionnaires de l'entreprise dans laquelle ils travaillent* » et taille de l'entreprise..... 291

Tableau 16 : Performance économique et comptable - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008) ..... 295

Tableau 17 : Performance économique et comptable - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008)..... 297

Tableau 18 : Performance économique et comptable - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008) .....298

Tableau 19 : Performance économique et comptable – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008) .....299

Tableau 20 : Performance financière - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008) .....300

Tableau 21 : Performance financière - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008)..... 301

Tableau 22 : Performance financière - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008) .....302

Tableau 23 : Performance financière – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008) .....303

Tableau 24 : Croissance - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008) .....304

Tableau 25 : Croissance - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008).....305

Tableau 26: Croissance - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008).....306

Tableau 27 : Croissance – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008) .....306

Tableau 28 : Risque - tests de moyennes en fonction du pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires (2005-2008).....307

Tableau 29 : Risque - tests de moyennes en fonction du pourcentage des salariés de l'entreprise qui en sont actionnaires (2006-2008).....308

Tableau 30 : Risque - tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires cadres dirigeants de l'entreprise (2006-2008) ..... 309

Tableau 31 : Risque – tests de moyennes en fonction du pourcentage du capital détenu par les salariés non-dirigeants de l'entreprise (2006-2008) ..... 310

Tableau 32 : Performance et risque des entreprises ayant atteint un niveau d'actionnariat salarié « significatif » (au moins 3% du capital détenu par au moins 25% des salariés actionnaires) ..... 311

Tableau 33 : Résultats des régressions « actionnariat salarié » et performance, 2005 - 2008 ..... 314

Tableau 34 : Résultats des régressions « actionnariat salarié » et risque des entreprises, 2005 - 2008 ..... 315

Tableau 35 : Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises (2006-2008) ..... 317

Tableau 36 : Les effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises cotées ..... 324

Tableau 37 : Les effets de l'actionnariat des dirigeants sur le risque financier des entreprises françaises cotées ..... 325

Tableau 38 : Les effets de l'actionnariat salarié « non-dirigeants » sur le risque financier des entreprises françaises cotées ..... 326

Tableau 39 : Les effets de l'actionnariat salarié « significatif» sur le risque financier des entreprises françaises cotées ..... 327

Tableau 40 : Les effets de l'actionnariat salarié sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées ..... 329

Tableau 41 : Les effets de l'actionnariat salarié « non-dirigeants » sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées ..... 330

Tableau 42 : Impact de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises (période complète, 2005-2011) ..... 331

Tableau 43 : Impact de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises (période « avant la crise », janv. 2005- sept. 2008) ..... 332

Tableau 44 : Impact de l'actionnariat salarié sur le risque financier des entreprises françaises (période « après la crise », sept. 2008 – avril 2011) ..... 333

Tableau 45 : Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur le risque financier et le rendement boursier des entreprises françaises (2005-2011)..... 335

Tableau 46: Liste des personnes interviewées lors de la phase qualitative de la recherche empirique ..... 344

Tableau 47 : Les dimensions de l'intelligence collective .....388

Figure 1 : Le circuit de l'épargne salariale ..... 44

Figure 2: Progression des actifs investis en épargne salariale en France ..... 49

Figure 3 : Progression de l'indice Euronext FAS IAS (1998-2012) ..... 53

Figure 4 : Progression des actifs investis en épargne salariale en Europe (2006 – 2010) . 54

Figure 5: Les composantes génériques de la valeur de l'entreprise .....145

Figure 6: Taxinomie du Capital Intellectuel.....147

Figure 7 : Qu'apporte le capital social ?.....178

Figure 8 : Le modèle de recherche ..... 263

Figure 9 : Le modèle de recherche ..... 418

Encadré 1: L'organisation générale de la thèse ..... 22

Encadré 2: L'organisation de la première partie..... 26

Encadré 3: L'organisation du chapitre 1..... 27

Encadré 4 : L'actionnariat salarié dans la presse française. ..... 58

Encadré 5: L'organisation de la deuxième partie .....251

Encadré 6: L'organisation du chapitre 4 ..... 253

Encadré 7: La présentation des trois étapes de l'étude empirique..... 265

Encadré 8: Les indicateurs de mesure de la performance utilisés..... 278

Encadré 9 : Actionnariat salarié, mécanisme co-construit par les acteurs .....351

Encadré 9 : Actionnariat salarié, mécanisme co-construit par les acteurs (suite)..... 352

Encadré 10 : Raisons du choix de l'actionnariat salarié par les entreprises ..... 353

Encadré 11 : Faire de la pédagogie pour donner du sens à l'action collective ? ..... 354

Encadré 12 : Actionnariat salarié chez Saint-Gobain ..... 356

Encadré 13 : Adoption de l'actionnariat salarié par « mimétisme » ? ..... 357

Encadré 14 : De la philosophie et des enjeux de l'actionnariat salarié... ..... 358

Encadré 15 : De l'importance de l'actionnariat salarié pour préserver le capital humain dans la nouvelle société des connaissances ..... 363

Encadré 16 : Actionnariat salarié et capital humain, une question de mentalités ? ..... 366

Encadré 17 : De la difficile association du capital humain et du capital financier ..... 366

Encadré 18 : Du positionnement difficile de l'actionnariat salarié comme levier de changement des politiques managériales ..... 368

Encadré 19 : De l'importance de la vision « philosophique » des dirigeants pour une politique d'actionnariat salarié ambitieuse ..... 371

Encadré 20 : De l'ambiguïté qui règne autour du respect des droits associés au statut d'« actionnaire salarié » ..... 374

Encadré 21 : De l'ambiguïté qui règne autour du respect des droits associés au statut d'« actionnaire salarié » à la Société Générale ..... 376

Encadré 22 : De l'ambiguïté qui règne autour du respect des droits associés au statut d'« actionnaire salarié » à la Société Générale (suite) ..... 376

Encadré 23: Actionnariat salarié comme levier d'enracinement des dirigeants? ..... 377

Encadré 24 : L'actionnariat salarié pour un style de management participatif ..... 378

Encadré 25 : L'actionnariat salarié pour un style de management participatif ..... 380

Encadré 26 : « L'actionnariat salarié est comme une forme de *ciment* pour l'entreprise »... ..... 382

Encadré 27 : Actionnariat salarié permet de communiquer mieux et différemment pour « *donner du sens* » ..... 384

Encadré 28: Le sentiment d'actionnariat psychologique ..... 390

Encadré 29 : Sentiment d'actionnariat psychologique dans les grandes entreprises multinationales ..... 392

Encadré 30 : Le rôle des représentants des actionnaires salariés ..... 398

Encadré 31 : Actionnariat salarié : quelle est la vision des syndicats ? ..... 404

Encadré 32 : Une évolution des mentalités ? ..... 404

Encadré 33 : Les associations d'actionnaires salariés et les relations avec les syndicats . 405

Encadré 34 : Des ambiguïtés internes par rapport à l'actionnariat salarié ? ..... 406

Encadré 35 : Une recherche de stabilité ? ..... 407

Encadré 36 : Des visions différentes des dirigeants... ..... 407

Encadré 37 : « *On est actionnaire, on est pas propriétaire, ce n'est pas la même chose* ». Mais qui sont donc les propriétaires de l'entreprise ? ..... 408

Encadré 38 : Du problème de la répartition des richesses ..... 408

Encadré 39 : Quel rôle pour l'actionnariat salarié dans la nouvelle économie mondialisée ? ..... 409

Encadré 40 : Dirigeant intendant ? ..... 410

# TABLE DES MATIERES

***SOMMAIRE*** _____ ***3***

***REMERCIEMENTS*** _____ ***7***

***INTRODUCTION GENERALE*** _____ ***9***

**Le cadre théorique de la recherche** _____ **13**

**Objet et problématique de la recherche** _____ **16**

A. Problématique générale de la recherche _____ 17

B. Le choix d'un cadre théorique transversal _____ 18

C. La mise en œuvre d'une triple démarche empirique _____ 19

D. Présentation du plan _____ 19

***PREMIERE PARTIE*** _____ ***23***

***ANALYSE THEORIQUE DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR*** _____ ***23***

**CHAPITRE 1. UNE ANALYSE JURIDICO-FINANCIERE NEO-CLASSIQUE DU MÉCANISME DE L'ACTIONNARIAT SALARIE** _____ **27**

Les fondements juridiques et économiques de l'actionnariat salarié _____ 28

A. Aperçu historique de l'évolution de l'actionnariat salarie en France _____ 29

a) La contribution de Charles de Gaulle : une étape initiale dans le cadre de la participation ( de 1959 à 1970) _____ 31

b) Une seconde étape qui se caractérise par des tentatives de relance du mécanisme (de 1970 à 1986) _____ 32

c) Depuis les vagues de privatisations (de 1986 à 1994), priorité à la participation financière _____ 35

d) Le nouveau souffle de l'actionnariat salarié au 21ième siècle _____ 37

B. Fonctionnement de l'actionnariat salarie dans les entreprises françaises _____ 43

a) La place de l'actionnariat salarié dans le circuit de l'épargne salariale _____ 43

b) La progression de l'actionnariat salarié : quelques données statistiques _____ 46

c) Les fondements économiques du mécanisme de l'actionnariat salarié _____ 55

C. Analyse juridique de la notion de l'actionnariat salarié _____ 59

a) Les conséquences du dispositif de l'actionnariat salarié sur les principes constitutifs du droit des sociétés _____ 60

b) Les conséquences juridiques de l'actionnariat salarié sur les mécanismes de gestion de la société _____ 68

Analyse des arguments issus de la théorie financière de la firme concernant l'efficacité de l'actionnariat salarié _____ 71

A. Actionnariat salarie et les droits de propriété de la firme _____ 72

a) Les fondements de la théorie des droits de propriété _____ 72

b) L'analyse de la structure de propriété avec actionnariat salarié _____ 74

c) Les faiblesses du cadre analytique de la TDP pour analyser l'organisation de la société capitalistique moderne _____ 79

B. Actionnariat salarié et la structure du capital de l'entreprise _____ 81

a) Actionnariat salarie et la théorie de l'agence _____ 84

b) Actionnariat salarie et la théorie du signal : asymétrie d'information _____ 90

C. Actionnariat salarié et l'approche juridico-financière de la gouvernance de l'entreprise 96

a) La légitimité de la participation des représentants des actionnaires salariés à la gouvernance d'entreprise_____ 98

b) Le rôle de l'actionnariat des salariés dirigeants du point de vue de la gouvernance actionnariale _____ 99

c) Les administrateurs représentants les actionnaires salariés : des membres du conseil d'administration comme les autres ? _____101

d) Le rôle de l'actionnariat salarié dans l'approche partenariale de la gouvernance 109

Les limites de la vision contractualiste de la firme pour l'analyse de l'actionnariat salarié __112

Synthèse 1 _____ 129

**CHAPITRE 2. VERS UNE ANALYSE SOCIO-COGNITIVE DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR _____ 132**

L'actionnariat salarié, une institution encastrée socialement _____135

A. La confiance comme instrument d'analyse de l'organisation _____ 140

B. La confiance et la vision positive ou négative du comportement humain _____ 142

L'actionnariat salarié et la gestion du capital intellectuel de la firme _____ 144

A. Définition du capital intellectuel _____ 146

B. L'expérience psychologique de l'actionnariat salarié : le « *sentiment de propriété psychologique* »_____152

C. L'actionnariat salarié et l'implication organisationnelle_____ 158

L'actionnariat salarié, un facteur déterminant du capital humain et du capital social de l'entreprise ?_____ 165

A. Le concept de capital social et son intérêt pour la recherche en gestion _____167

a) Définition du capital social _____167

b) Le « *capital social* » : est-ce une nouvelle forme de « *capital* » ou pas ? _____ 170

c) Quelle articulation entre le « *capital humain* » et le « *capital social* » ? _____172

B. Actionnariat salarié comme facteur de renforcement du capital social de l'entreprise177

a) L'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié ___181

b) Actionnariat salarié et la confiance organisationnelle _____ 185

Le rôle de l'actionnariat salarié dans la vision cognitive de la gouvernance d'entreprise __ 195

A. Actionnariat salarié et l'approche cognitive de la gouvernance _____ 198

B. L'actionnariat salarié améliore la prise de décisions stratégiques par le conseil d'administration _____ 201

C. Les apports de la théorie de l'intendance pour l'étude du mécanisme de l'actionnariat salarié _____ 208

Synthèse 2 _____ 209

**CHAPITRE 3. REVUE DE LA LITTERATURE EMPIRIQUE SUR LE LIEN ACTIONNARIAT SALARIE - PERFORMANCE_____ 213**

Etudes empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur la performance financière de l'entreprise _____215

Etudes empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur les déterminants de la performance organisationnelle_____ 234

Synthèse 3 _____ 246

***DEUXIEME PARTIE _____ 248***

***TROIS ETUDES EMPIRIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA CREATION DE VALEUR DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES _____ 248***

**CHAPITRE 4. VERS UNE INTERPRETATION INTEGREE ET DYNAMIQUE : LE PROJET DE LA RECHERCHE_____ 252**

La problématique de la recherche _____ 254

A. Le projet de recherche initial_____ 254

B. La problématique et les hypothèses de recherche _____ 256

C. Le modèle de la recherche _____ 262

Le design de la recherche _____ 264

A. Les choix méthodologiques de la recherche _____ 266

B. Le positionnement épistémologique de la recherche _____ 270

Synthèse 4 _____ 273

**CHAPITRE 5. ANALYSES STATISTIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTÉES (2005-2008) 274**

Méthodologie et recueil des données _____ 274

A. Origine et traitement des données _____ 274

B. Les instruments d'analyse statistiques et leur modalités d'utilisation _____ 279

Analyse des résultats _____ 282

A. Les caractéristiques de l'échantillon des entreprises _____ 282

A. Analyses univariées des effets de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises cotées _____ 293

a) Actionnariat salarié et la performance économique et comptable des entreprises françaises cotées_____ 293

b) Actionnariat salarié et la performance financière des entreprises françaises cotées 299

c) Actionnariat salarié et la croissance économique des entreprises françaises cotées 304

d) Actionnariat salarié et le risque des entreprises françaises cotées _____ 307

B. Analyses multivariées des effets de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises cotées _____ 312

a) Actionnariat salarié et la performance des entreprises françaises cotées, 2005 – 2008 _____ 313

b) Actionnariat salarié et le risque des entreprises françaises cotées, 2005 – 2008 _315

c) Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur la performance et le risque des entreprises françaises (2006-2008) _____ 316

Synthèse 5 _____ 319

**CHAPITRE 6. ANALYSES STATISTIQUES DES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIE SUR LE RISQUE FINANCIER ET SUR LE RENDEMENT BOURSIER DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTÉES (2005-2011) _____ 321**

Méthodologie et recueil des données _____ 321

A. Origine et traitement des données _____ 321

B. Les instruments d'analyse statistiques et leur modalités d'utilisation _____ 322

Analyse des résultats _____ 324

A. Analyses univariées des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées _____ 324

a) Les effets de l'actionnariat salarié sur le risque des entreprises françaises cotées 324

b) Les effets de l'actionnariat salarié sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées_____ 329

B. Analyses multivariées des effets de l'actionnariat salarié sur le risque financier et sur le rendement boursier des entreprises françaises cotées _____ 331

a) Les effets de l'actionnariat salarié sur le risque des entreprises françaises cotées 331

b) Les effets de l'actionnariat salarié sur le rendement des entreprises françaises cotées 334

c) Analyse discriminante de l'effet de l'actionnariat salarié sur le risque financier et le rendement boursier des entreprises françaises (2005-2011) _____ 334

Synthèse 6 _____ 337

**CHAPITRE 7. UNE APPROCHE SOCIO-COGNITIVE DU RÔLE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ : ANALYSE DU DISCOURS DES ACTEURS AU SEIN DES GRANDES ENTREPRISES FRANÇAISES _____ 339**

Méthodologie et recueil des données _____ 342

A. Une opportunité de terrain _____ 342

B. Présentation de la démarche méthodologique retenue _____ 345

a) La collecte des données qualitatives _____ 346

b) L'exploitation des données qualitatives : l'analyse thématique de contenu ____ 348

Analyse des résultats _____ 350

A. Actionnariat salarié, phénomène « encastré » socialement et politiquement ____ 350

a) Actionnariat salarié, mécanisme co-construit par les acteurs _____ 350

b) Raisons du choix de l'actionnariat salarié par les entreprises _____ 352

c) Tout sauf un mode de gouvernance ? _____ 358

B. Actionnariat salarié et le capital humain de l'entreprise _____ 361

a) Actionnariat salarié, un outil de recrutement et de fidélisation des salariés ? __ 362

b) Actionnariat salarié, un facteur favorisant l'innovation et le capital intellectuel ? 364

C. Pour une politique d'actionnariat salarié efficace : à la recherche d'une philosophie de management « humaniste » ? _____ 370

a) L'implication philosophique des dirigeants vis-à-vis de l'actionnariat salarié __ 370

b) Les attentes des salaries actionnaires _____ 372

c) Un exemple paradoxal : l'actionnariat salarié à la Société Générale _____ 374

d) L'actionnariat salarié, levier d'un management participatif ? _____ 378

D. L'actionnariat salarié, une pratique de management du capital social organisationnel ? 381

a) Confiance organisationnelle _____ 381

b) Implication organisationnelle _____ 386

c) Sentiment d'actionnariat psychologique _____ 390

E. Le rôle de l'actionnariat salarié dans l'approche socio-cognitive de la gouvernance d'entreprise_____ 394

a) Actionnariat salarié, vecteur d'une gouvernance d'entreprise « pérenne » ? ___ 395

b) Vision des autres parties prenantes : actionnaires individuels, investisseurs, syndicats _____ 403

c) Des dirigeants enracinés ou des dirigeants « intendants » ? _____ 406

Synthèse 7 _____411

**CONCLUSION GENERALE _____ 412**

Les objectifs et les principaux choix théoriques et méthodologiques de la thèse_____ 412

Présentation des résultats et des conclusions des trois études empiriques _____417

Les contributions et les implications managériales de la thèse _____ 424

Les limites et les perspectives de recherches _____ 426

***TABLE DES ILLUSTRATIONS_____ 427***

***TABLE DES MATIERES _____ 433***

***BIBLIOGRAPHIE _____ 440***

# BIBLIOGRAPHIE


Addison, J. T., & Belfield, C. R. (2000). The Impact of Financial Participation and Employee Involvement on Financial Performance: a Re-estimation Using the 1998 WERS. *Scottish Journal of Political Economy, 47*(5), 571-583.

Adler, P. S., & Kwon, S. W. (2002). Social Capital: Prospects for a New Concept. *Academy of Management Review, 27*(1), 17-40.

Aglietta, M. (1999). La globalisation financière. In L. Découverte (Ed.), *L'économie mondiale 2000* (pp. 52-67). Paris.

Aglietta, M. (2001). *Régimes de gouvernement d'entreprise: différences nationales et stratégies d'entreprise*.

Aglietta, M., & Rebérioux, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier*. Paris.

Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *The Academy of Management Review, 3*(July), 447-465.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics, 84*(3), 488-500.

Albouy, M. (2009). Concilier finance et management. *Revue française de gestion, 198-199*, 17-27.

Alchian, A. A. (1984). Specificity, Specialization and Coalitions. *Journal of Institutional and Theoretical Economics, 34*.

Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs and Economic Organization. *American Economic Review, 62*(5), 777-795.

Allard-Poesi, F., Drucker-Godard, C., & Ehlinger, S. (1999). Analyses de représentations et de discours. In R. A. Thietard (Ed.), *Méthodes de recherche en management*. Paris: Dunod.

Allen, D. G., Shore, L. M., & Griffeth, R. W. (2003). The role of perceived organizational support and supportive human resource practices in the turnover process. *Journal of Management 29*(1), 99-118.

Alliot-Marie, M. (1973). *Le salarié actionnaire.* Thèse de Doctorat en Droit, Université de Droit, d'économie et de sciences sociales de Paris II.

Allouche, J., & Amann, B. (1998). La confiance, une explication des performances des entreprises familiales. *Economie et Sociétés, Science de Gestion, série SG,*(8-9), 129-154.

Allouche, J., & Huault, I. (2006). Les ressources humaines: au-delà des instruments, les institutions. In *Encyclopédie des ressources humaines* (2ième ed.). Paris: Vuibert.

Allouche, J., Huault, I., & Schmidt, G. (2004). L'irruption de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise: de la confusion conceptuelle aux processus d'institutionnalisation. Le détournement de la mesure. , *Colloque AGRH Mesurer la GRH*. Montréal, Québec Canada: Association Francophone de Gestion des Ressources Humaines (AGRH).

Allouche, J., & Laroche, P. (2005). Responsabilité sociale et performance financière des entreprises: une synthèse de la littérature?, *Colloque "La responsabilité sociale de l'entreprise: réalité, mythe ou mystification"?* Nancy, 17-18 mars.

Allouche, J., Laroche, P., & Noël, F. (2008). Restructurations et performances de l'entreprise: une méta-analyse. *Finance Contrôle Stratégie, 11*(2), 105-146.

Amabile, T. M. (1993). Motivational Synergy: Toward New Conceptualizations of Intrinsic and Extrinsic Motivation in the Workplace. *Human Resource Management Review, 3*(3), 185-201.

Amabile, T. M., Conti, R., Coon, H., Lazenby, J., & Herron, M. (1996). Assessing the Work Environment for Creativity. *The Academy of Management Journal, 39*(5), 1154-1184.

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

Argyris, C. (1973a). Organization Man: Rational and Self-actualizing. *Public Administration Review, 354-357*.

Argyris, C. (1973b). Some Limits of Rational Man Organizational Theory. *Public Administration Review, 33*, 253-267.

Argyris, C., & Schön, D. A. (1978). *Organizational Learning*: Reading, MA: Addison-Wesley.

Argyris, C., & Schön, D. A. (1996). *Apprentissage organisationnel, théorie, méthode, pratique*: (traduction de la 1ère édition américaine), De Boeck Université.

Arnaud, S. (2008). Management humaniste: enjeux, outils et obstacles. *Revue Internationale de Psychosociologie, 14*(34), 207-224.

Arnaud, S., & Chandon, J.-L. (2006). L'entreprise centrée sur l'homme: application de la philosophie humaniste à la GRH et implication au travail, *Transversalité de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (10-11 janvier)*. Grenoble: 5me Congrès de l'ADERSE.

Arnaud, S., & Chandon, J.-L. (2009). Gestion des ressources humaines conforme à la philosophie humaniste et performance au travail: exposé théorique et résultats empiriques. *Revue de gestion des ressources humaines*(71), 58-73.

Arnaud, S., Jeanroy, C., & Coudiere, H. (2011). Apport d'un management humaniste dans le cadre d'une politique de valorisation de la diversité dans l'entreprise. In J.-M. Peretti (Ed.), *L'Encyclopédie des diversités*: EMS.

Arnould, D., & Jaeger, M. (1990). Pratique et gestion de l'actionnariat des salariés. *Revue française de gestion*, janvier - février, 15p.

Arregle, J. L., Very, P., & Raytcheva, S. (2000). Capital social et avantages des firmes familiales: proposition d'un modèle intégrateur, *Actes de la IXième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*. Montpelier.

Arrow, K. J. (1974). *Les limites de l'organisation*: PUF.

Arrow, K. J. (1999). Observations on social capital. In P. Dasgupta & I. Seralgedin (Eds.), *Social Capital. A Multifaceted Perspective.* Washington: The World Bank.

Aubert, N. (2007). *Les déterminants des investissements des salariés dans les FCPE d'actionnariat salarié.* Thèse de Doctorat en sciences de gestion, IAE d'Aix-en-Provence.

Australian, G. (1999). *Inquiry Into Employee Share Ownership in Australian Entreprises*: Department of Employment.

Autenne, A. (2005). *Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié : apports et limites des approches contractualiste, néo-institutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise*. Bruxelles.

Autenne, A. (2006). The Governance of ESOPs in United States: Limits of and Alternatives to the Patrimonial Model. *The Journal of Corporate Law Studies, 6*, 467-490.

Baard, P. P., Deci, R. L., & Ryan, R. M. (2004). Intrisic Need Satisfaction: A Motivational Basis of Performance and Well-Being in two Work Settings. *Journal of Applied Social Psychology, 34*(10).

Bakan, I., Suseno, Y., Pinnington, A., & Money, A. (2004). The Influence of Financial Participation and Participation in Decision-Making on Employee Job Attitudes. *International Journal of Human Resource Management, 15*(3), 587-616.

Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance, 43*(3).

Baker, W. (1990). Market networks and corporate behavior. *American Journal of Sociology, 96*, 586-625.

Ballet, J., & Guillon, R. (2003). *Regards croisés sur le capital social*. Paris: L'Harmattan.

Balligand, J.-P., & De Foucauld, J.-B. (2000). *L'épargne salariale au coeur du contrat social*. Paris: La Documentation Française, coll. Rapports Officiels, Rapport au Premier Ministre.

Bardin, L. (1986). *L'analyse de contenu*. Paris: PUF.

Baret, C. (2006a). Capital social et gestion des ressources humaines. In J. Allouche (Ed.), *L'encyclopédie de gestion des ressources humaines* (2me ed.). Paris: Vuibert.

Baret, C. (2006b). Capital social et gestion des ressources humaines. In J. Allouche (Ed.), *Encyclopédie des ressources humaines* (pp. 88-96). Paris: Vuibert.

Baret, C., Geraudel, M., & Mothe, C. (2005). Le rôle des réseaux sociaux dans la dynamique d'innovation, *Colloque AGRH-AIMS "Management et réseaux sociaux"*. EM Lyon, 10 novembre.

Baret, C., Geraudel, M., & Mothe, C. (2006). Réseaux sociaux et ressources de l'innovation: essai de modélisation abductive, *Congrès AIMS*. Université de Savoie, Annecy, juin.

Baret, C., Huault, I., & Pick, T. (2006). Management des réseaux sociaux: jeux d'ombres et de lumières sur les organisations. *Revue française de gestion, 4*(163), 93-106.

Baret, C., & Pick, T. (2005). Le rôle de la formation dans le développement du capital social des managers. Le cas d'un groupe agro-alimentaire français., *Congrès AGRH*. Université Paris Dauphine, septembre.

Baret, C., & Soto-Maciel, A. (2004). Apports et limites de la mesure du capital social en recherche en gestion des ressources humaines, *Congrès de l'AGRH*. UQAM, Montréal, Canada, septembre.

Bateman, T. S., & Strasser, S. (1984). A Longitudinal Analysis of the Antecedents of Organizational Commitment. *Academy of Management Journal, 27*(1), 95-112.

Baudasse, T., & Montalieu, T. (2004). *Le capital social : un concept utile pour la finance et le développement*: Laboratoire d'économie d'Orléans, Document de recherche, n°2004-25.

Bayad, M., Bénédic, M., & Valoggia, P. (2006). Gestion des connaissances et capital social: une histoire d'influence, *Colloque "En route vers Lisbonne"*.

Beatty, A. (1994). An empirical analysis of the corporate control, tax and incentive motivations for adopting leveraged employee stock ownership plans. *Managerial and Decision Economics, 15*, 299-315.

Beatty, A. (1995). The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Financial Economics, 38*(2), 211-240.

Becker, G. S. (1962). Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis. *Journal of Political Economy, 70*(5).

Becker, G. S. (1964). *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, With Special Reference to Education*. New York: NBER.

Ben-Ner, A., & Jones, D. C. (1995). Employee Participation, Ownership, and Productivity: A Theoretical Framework. *Industrial Relations, 34*(4), 532-554.

Bennis, W. (1984). The 4 competencies of leadership. *Training and Development Journal, 38*(8), 15-19.

Bensédrine, J., & Demil, B. (1998). L'approche néo-institutionnelle des organisations. In H. Laroche & J.-P. Nioche (Eds.), *Repenser la stratégie* (pp. 85-110). Paris: Vuibert.

Benware, C., & Deci, R. L. (1984). Quality of learning with an active versus passive motivational set. *American Educational Research Journal*(21), 755-765.

Berk, J., & Demarzo, P. (2008). *Finance d'entreprise*. Paris: Pearson Education France.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Porperty*. New York: The McMillan Company.

Blair, M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

Blair, M. (1997). Firm Specific Human Capital and the Theory of the Firm, *Working Paper, Brookings Institution*.

Blair, M., Kruse, D., & Blasi, J. (2000). Is Employee Ownership an Unstable Form? Or a Stabilizing Force? In T. Kochan & M. Blair (Eds.), *Corporation and Human Capital*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

Blair, M., & Roe, M. J. (1999). *Employees and Corporate Governance*. Washington, D.C.: The Brookings Institution Press.

Blasi, J., Conte, M., & Kruse, D. (1996). Employee Stock Ownership and Corporate Performance Among Public Companies. *Industrial & Labor Relations Review, 50*(1), 60-79.

Blasi, J., & Kruse, D. (2000). ESOPs and Corporate Performance in Closely Held Companies In C. Rosen (Ed.), *Employee Ownership and Corporate Performance*: NCEO Issue Brief (2011), digital version, PDF, 41p, http://www.nceo.org/Employee-Ownership-Corporate-Performance-ebook/pub.php/id/276/.

Blasi, J., Kruse, D., Sesil, J., & Kroumova, M. (2003). An Assessment of Employee Ownership in the United States with Implications for the EU. *International Journal of Human Resource Management, 14*(6), 893-919.

Blau, P. (1964). *Exchange and power in social life* New York: Wiley.

Bloom, S. M. (1986). *Employee Ownership and Firm Performance.* Doctoral Dissertation, Harvard University.

Bompoint, P., & Marois, B. (2004). *Gouvernement d'entreprise et communication financière*. Paris: Economica.

Bontis, N. (2002a). Intellectual Capital: An Exploratory Study That Develops Measures and Models. In C. Wei Choo & N. Bontis (Eds.), *The Strategic Management of Intellectual Capital and Organizational Knowledge.* (pp. 643-656). New York: Oxford University Press.

Bontis, N. (2002b). Managing Organizational Knowledge by Diagnosing Intellectual Capital: Framing and Advancing the State of the Field. In C. Wei Choo & N. Bontis (Eds.), *The Strategic Management of Intellectual Capital and Organizational Knowledge.* (pp. 621-642). New York: Oxford University Press.

Bornarel, F. (2007). La confiance comme instrument d'analyse de l'organisation. *Revue française de gestion, 6*(175), 95-109.

Bornemann, M., Knapp, A., Schneider, U., & Sixl, K. I. (1999). Holistic Measurement of Intellectual Capital, *Technical Meeting, International Symposium, Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experience, Issues, and Prospects*. Amsterdam.

Borstadt, L., & T., Z. (1995). ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance. *Journal of Financial and Strategic Decision Making, 8*(1), 1-13.

Bourdieu, P. (1980). Le capital social : notes provisoires. *Actes de la recherche en sciences sociales, 31*.

Bourdieu, P. (1986). The Form of Capital. In J. E. Richardson (Ed.), *Handbook of Theory of Research for the Sociology of Education* (pp. 241-258). New York: Greenwood.

Boutiller, S., & Uzundis, D. (2006). *Travailler au XXIe siècle. Nouveaux modes d'organisation du travail*. Bruxelles: De Boeck.

Brillet, F. (1998). Eclatement et cohérence des recherches salariales: les déterminants des pratiques d'individualisation des rémunérations, d'intéressement et d'actionnariat. In J. Allouche & S. B. (Eds.), *Ressources Humaines. Une gestion éclatée* (pp. 315-333). Paris: Economica.

Brousseau, E. (1993). Les théories des contrats: une revue. *Revue de l'Economie Politique, 1*.

Brown, S., Fakhfakh, F., & Sessions, J. G. (1999). Absenteeism and Employee Sharing: an Empirical Analysis Based on French Panel Data, 1981 - 1991. *Industrial and Labor Relations Review, 52*(2), 234-251.

Brown, S., & Sessions, J. G. (2003). Attitudes, Expectations and Sharing. *LABOUR: Review of Labour Economics and Industrial Relations, 17*(4), 543-569.

Bruder, A. (2007). *Les conséquences de l'actionnariat salarié en droit des sociétés par actions.* Thèse de Doctorat en droit privé, Université de Lille II.

Buchko, A. A. (1992a). Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes. *Work & Occupations, 19*(1), 59-78.

Buchko, A. A. (1992b). Employee Ownership, Attitudes, and Turnover: An Empirical Assessment. *Human Relations, 45*(7), 711-733.

Buchko, A. A. (1993). The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: an Integrated Causal Model and Path Analysis. *Journal of Management Studies, 30*(4), 633-657.

Burt, R. S. (1992a). *Structural Holes*. Cambridge, M. A.: Harvard University Press.

Burt, R. S. (1992b). *Structural Holes: The Social Structure of Competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review, 73*(3), 305-333.

Cable, J. R., & Fitzroy, F. R. (1980). Productive Efficiency, Incentives and Employee Participation: Some Preliminary Results for West-Germany. *Kyklos, 33*(1), 100-121.

Caby, J. (2002). Investisseurs institutionnels et gouvernance de l'entreprise. *Revue du Financier, 133*, 26-40.

Caby, J. (2005). La convergence internationale des systèmes de gouvernance des entreprises? In M. Kalika (Ed.), *Management européen et mondialisation*: Dunod.

Caby, J. (2006). Valeur actionnariale ou valeur partenariale. In J. Allouche (Ed.), *Encyclopédie des ressources humaines*: Economica.

Caby, J. (2007). La convergence internationale des systèmes de gouvernance des entreprises. In F. Bournois, J. Duval-Hamel, S. Roussillon & J.-L. Scaringella (Eds.), *Comités exécutifs: voyage au coeur de la dirigeance*: Eyrolles.

Caby, J., & Dessertine, P. (2008). Contraintes et opportunités de la mondialisation des entreprises. In *Le nouveau visage des dirigeants du CAC40*. Paris: Cercle de l'entreprise, Village Mondial.

Caby, J., & Hirigoyen, G. (1999). Les limites de la création de la valeur. *Banque et Stratégie*(161), 22-24.

Caby, J., & Hirigoyen, G. (2005a). *Création de Valeur et Gouvernance de l'Entreprise* (3me ed.). Paris: Economica.

Caby, J., & Hirigoyen, G. (2005b). La valeur partenariale: un outil de gouvernance. *Revue du Financier*(155).

Caby, J., & Hirigoyen, G. (2008). Panorama des théories et outils de la finance. In G. Schmidt (Ed.), *Le management: fondements et renouvellements*. Paris: Sciences Humaines.

Cacioppe, R. L., & Kenny, G. K. (1987). Work Attitudes in an Employee-owned Company: Comparing Managers with Non-managers. *Journal of Managerial Psychology, 2*(3), 17-22.

Caddy, I. (2002). Issues Concerning Intellectual Capital Metrics and Measurement of Intellectual Capital. *Singapore Management Review, 24*(3), 77-88.

Callon, M., & Muniesa, F. (2003). Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul. *Réseaux, 21*(122), 189-233.

Campoy, E., & Neveu, V. (2007). Confiance et performance au travail: l'influence de la confiance organisationnelle sur l'implication et la citoyenneté du salarié. *Revue française de gestion, 33*(175), 139-154.

Caramelli, M. (2006). *Une étude des effets de l'actionnariat salarié dans le contexte de l'entreprise multinationale: une approche attitudinale interculturelle.* Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université Montpellier II.

Castells, M. (1996). *The Rise of the Network Society*. Oxford: Blackwell.

CEN. (2004). *European guide to good practice in knowledge management (Rep. N°CWA 14924)*. Brussels: CEN: European Committee for Standardization.

Chang, S. (1990). Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation. *Financial Management, Spring*, 48-58.

Chang, S., & Mayers, D. (1992). Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence From Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Financial Economics, 32*, 103-131.

Chaplinsky, S., & Niehaus, G. (1994). The Role of ESOPs in Takeover Contests. *Journal of Finance, XLIX*(4), 1451-1470.

Charreaux, G. (1991). Structures de propriété, relation d'agence et performance financière. *Revue économique, 42*(3).

Charreaux, G. (1996a). Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, *Working Papers FARGO*: Université de Bourgogne.

Charreaux, G. (1996b). Vers une théorie du gouvernement des entreprises, *Cahier de recherche Crego*: Iae Dijon.

Charreaux, G. (1997). *Le gouvernement des entreprises. Corporate Governance. Théories et faits*. Paris: Economica.

Charreaux, G. (1998a). La théorie positive de l'agence: lecture et relecture, *Working Papers FARGO*: Université de Bourgogne.

Charreaux, G. (1998b). Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises, *Working Papers CREGO / LATEC*: Université de Bourgogne.

Charreaux, G. (1999). La théorie positive de l'agence: lectures et relectures. In G. Koenig (Ed.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIe siècle* (pp. 61-141). Paris: Economica.

Charreaux, G. (2000a). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance, *Working Papers FARGO*: Université de Bourgogne.

Charreaux, G. (2000b). Nouvelle économie et gouvernance, *Working Papers FARGO*: Université de Bourgogne.

Charreaux, G. (2002a). L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. *Revue française de gestion, 141*, 77-107.

Charreaux, G. (2002b). Variation sur le thème: "A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise". *Finance Contrôle Stratégie, 5*(3), 5-68.

Charreaux, G. (2004). Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux, *Working Papers FARGO*: Université de Bourgogne.

Charreaux, G. (2005). Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale»: une réflexion exploratoire…, *Cahier du FARGO n° 1050601*: Université de Bourgogne

Charreaux, G. (2006). Le gouvernement d'entreprise. In J. Allouche (Ed.), *Encyclopédie des ressources humaines* (2ième ed., pp. pp.569-579). Paris: Vuibert.

Charreaux, G. (2007). Autofinancement, information et connaissance, *Cahier du FARGO n°1070101*: FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture et Gouvernance des Organisations.

Charreaux, G. (2009a). Concilier finance et management. Un problème d'architecture organisationnelle. *Revue française de gestion, 198-199*, 343-368.

Charreaux, G. (2009b). Droit et gouvernance: l'apport du courant comportemental, *Cahier du FARGO n° 1050601*: Université de Bourgogne.

Charreaux, G. (2010). Concilier finance et management. Un problème d'architecture organisationnelle. *Revue française de gestion, 198-199*, 343-368.

Charreaux, G., & Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie, 1*(2), 57-88.

Charreire, S., & Durieux, F. (1999). Explorer et Tester. In R.-A. Thiétart (Ed.), *Méthodes de Recherche en Management* (pp. 57-80). Paris: Dunod.

Charreire, S., & Huault, I. (2001). Le constructivisme dans la pratique de recherche: une évaluation à partir de seize thèses de doctorat. *Finance Contrôle Stratégie, 4*(3), 31-55.

Chen, A. H., Kensinger, J. W., & Terrell, R. D. (2007). The Impact of Employee Stock Ownership on Firms' Investments and Market Value. *International Journal of Services Technology & Management, 8*(4/5), 293-315.

Chérioux, J. (1998-1999). *L'actionnariat salarié: vers un véritable partenariat dans l'entreprise*: Rapport d'information 500, Commission des Affaires Sociales du Sénat.

Christiansen, R. O. (1980). Impact Of Employee Stock Ownership Plans On Employee Morale. *American Journal of Small Business, 5*(1), 22-31.

Cin, B.-c., & Smith, S. C. (2002). Employee Stock Ownership and Participation in South Korea: Incidence, Productivity Effects and Prospects. *Review of Development Economics, 6*(2), 263-283.

Cohen, A., & Quarrey, M. (1986). Performance of Employee-owned Small Companies: A preliminary Study. *Journal of Small Business Management, 24*(2), 58-63.

Cole, R. A., & Mehran, H. (1998). The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence From The Thrift Industry. *Journal of Financial Economics, 50*(3), 291-317.

Coleman, J. S. (1988). Social Capital in the Creation of Human Capital. *American Journal of Sociology, 94*, 95-120.

Conchon, A., & Auberger, M.-N. (Eds.). (2009). *Les administrateurs salariés et la gouvernance d'entreprise* (Vol. n° 5292-5293).

Conner, K., & Prahalad, C. K. (1996). A Resource-based Theory of the Firm: Knowledge Versus Opportunism. *Organization Science, 7*(5), 477-501.

Conte, M., & Svejnar, J. (1988). Productivity Effects of Worker Participation in Management, Profit-sharing, Worker Ownership of Assets and Unionization in U. S. Firms. *International Journal of Industrial Organization, 6*(1), 139-151.

Conte, M., & Tannenbaum, A. S. (1978). Employee-owned Companies: Is the Difference Measurable? *Monthly Labor Review, 101*(7), 23-28.

Conte, M. A., Blasi, J., Kruse, D., & Jampani, R. (1996). Financial Returns of Public ESOP Companies: Investor Effects vs Manager Effects. *Financial Analysts Journal, 52*(4), 51-61.

Conyon, M. J., & Freeman, R. B. (2001). *Shared Modes of Compensation and Firm Performance: UK Evidence*: Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Cook, J., & Wall, T. (1980). New work attitude measures of trust, organizational commitment and personal need non-fulfilment. *Journal of Occupational Psychology, 53*(39-52).

Coriat, B., & Weinstein, O. (1995). *Les nouvelles théories de l'entreprise*. Paris: Librairie Générale Française.

Couret, A., & Hirigoyen, G. (1990). *L'actionnariat des salariés*: PUF, Que sais-je?, n°2507.

Couteret, P. (1998). Gérer les ressources humaines de la petite entreprise par la confiance. *Revue Internationale PME, 11*(2-3), 95-111.

Craig, B., & Pencavel, J. (1995). Participation and Productivity: a Comparison of Worker Cooperatives and Conventional Firms in the Plywood Industry. *Brookings Papers on Economic Activity (Special Issue Microeconomics)*, 121-174.

Crozier, M., & Friedberg, E. (1977). *L'acteur et le système. Les contraintes de l'action collective*. Paris: Editions du Seuil.

Culpepper, R. A., Gamble, J. E., & Blubaugh, M. G. (2004). Employee Stock Ownership Plans and Three-Component Commitment. *Journal of Occupational & Organizational Psychology, 77*(2), 155-170.

D'Arcimoles, C. A., & Trebucq, S. (2003). Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises. *Revue de gestion des ressources humaines*(48), 2-15.

D'Arcimoles, C. A., & Trebucq, S. (2004). L'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales françaises: rôles et instrumentation. *Revue Gouvernance*(1).

Davidson Iii, W. N., & Worrell, D. L. (1994). ESOP's Fables: The Influence of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Stock Prices and Subsequent Operating Performance. *Human Resource Planning, 17*(4), 69-87.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review, 22*(1), 20-47.

Deci, E. L., & Ryan, R. M. (2000). The What and Why of Goal Poursuits: Human Needs and the Self-Determination of Behavior. *Psychological Inquiry, 11*(4), 227-268.

Deckop, J. R., Mangel, R., & Cirka, C. C. (1999). Getting More Than You Pay For: Organizational Citizenship Behavior and Pay for Performance Plans. *Academy of Management Journal, 42*(4), 420-428.

Defourney, J., Estrin, S., & Jones, D. C. (1985). The Effects of Worker Participation on Entreprise Performance: Evidence from French Cooperatives. *International Journal of Industrial Organization, 3*(2), 197-217.

Defourney, J., Lovell, C. A. K., & N'Gbo, A. G. M. (1992). Variation in Productive Efficiency in French Workers' Cooperatives. *Journal of Productivity Analysis, 3*(1-2), 103-117.

Delacour, H., Fouillloux, J., & Liarte, S. (2011). Toutes les recherches doivent-elles être menées? Performativité, surpâturage et responsabilité du chercheur en finance. *Revue française de gestion, 7*(216), 75-92.

Demsetz, H. (1988). The Theory of the Firm Revisited. *Journalof Law, Economics and Organization, 4*(1), 141-161.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy, 93*(6).

Denis, J.-P. (2009). Entre finance et stratégie. Calcul, mimétisme... exemplarité? *Revue française de gestion, 198-199*, 95-123.

Desbrières, P. (1989). La participation financière en France: incidences sur les relations actionnaires-dirigeants et sur l'organisation interne de l'entreprise, *Working Papers ESA Grenoble, 89-02*.

Desbrières, P. (1990). Stock-options et signalisation: le cas français. *Finance, 11*(1), 81-106.

Desbrières, P. (1997a). La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise. In G. Charreaux (Ed.), *Le Gouvernement des Entreprises*: coll. Recherche en Gestion, Economica.

Desbrières, P. (1997b). Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise. In G. Charreaux (Ed.), *Le Gouvernement des Entreprises*: coll. Recherche en Gestion, Economica.

Desbrières, P. (2002). Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion, 28*(141), 255-281.

Dhillon, U. S., & Ramirez, G. G. (1994). Employee Stock Ownership and Corporate Control: An Empirical Study. *Journal of Banking & Finance, 18*(1), 9.

Diffie-Couch, P. (1984). Building a feeling of trust in the company. *Supervisory Management*(29), 31-36.

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron-Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organisational Field. *American Sociological Review*(48), 147-160.

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1993). The New Institutionalism in Organisational Analysis. *American Journal of Sociology, 98*(6), 1493-1495.

Dirks, K. T., & Ferrin, D. L. (2002). Trust in leadership: Meta-analytic findings and implications for research and practice. *Journal of Applied Psychology, 87*(4), 611-628.

Dondi, J. (1992a). *Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés.* Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I.

Dondi, J. (1992b). L'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises : résultats empiriques. In R. Le Duff & J. Allouche (Eds.), *Annales du Management* (pp. 191-206): IAE de Nancy, Economica.

Dong, X.-y., Bowles, P., & Ho, S. P. S. (2002). Share Ownership and Employee Attitudes: Some Evidence from China's Postprivatization Rural Industry. *Journal of Comparative Economics, 30*(4), 812.

Dosi, G., Teece, T. J., & Winter, S. G. (1990). Les frontières des entreprises: vers une théorie de la cohérence de la grande entreprise. *Revue d'économie industrielle*(1er trimestre), 238-254.

Doucouliagos, C. (1995). Worker Participation and Productivity in Labor-Managed and Participatory Capitalist Firms: a Meta-Analysis. *Industrial and Labor Relations Review, 49*(1), 58-77.

Dow, G. K., & Putterman, L. (2000). Why Capital Suppliers (Usually) Hire Workers: What We Know and What We Need To Know. *Journal of Economic Behavior and Organization, 43*(3), 319-336.

Drucker, P. F. (1993). The rise of the knowledge society. *The Wilson Quarterly, 17*, 52-71.

Dunbar, A. E., & Kumbhakar, S. C. (1992). An Empirical Investigation of the Association of Productivity with Employee Stock Ownership Plans. *Journal of the American Taxation Association, 14*(1), 22.

Duncan, W. J. (2001). Stock Ownership and Work Motivation. *Organizational Dynamics, 30*(1), 1-11.

Durkheim, E. (1897). *De la division du travail social*: Quadrige - PUF.

Dusautoy, M. (1981). *L'actionnariat salarié pour quoi faire ?* : Paris.

Dvir, T., Kass, N., & Shamir, B. (2004). The Emotional Bond: Vision and Organisational Commitment Among High-Tech Employees. *Journal of Organizational Change Management, 17*(2), 126-143.

Edvinsson, L., & Malone, M. (1997). *Intellectual Capital, Realizing your Company True Value by Findings its Hidden Brainpower.* New York: Harper Business.

Eisenberger, R., Fasolo, P., & Davis-LaMastro, V. (1990). Perceived Organizational Support and Employee Diligence, Commitment, and Innovation. *Journal of Applied Psychology, 75*(1), 51-59.

Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory, an Assesment and a Review. *Academy of Management Journal, 14*(1), 57-74.

Estrin, S., Grout, P., & Wadhwani, S. (1987). Profit-Sharing and Employee Share Ownership. *Economic Policy, 2*(1), 13-62.

Estrin, S., & Jones, D. C. (1995). Workers' Participation, Employee Ownership and Productivity: Results From French Producer Cooperatives. In D. C. Jones & J. Svejnar (Eds.), *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Seff-Managed Firms* (Vol. 5, pp. 3-24). Greenwich: CN: JAI Press.

Faleye, O., Mehrotra, V., & Morck, R. (2004-2005). *When Labor Has a Voice in Corporate Governance*: Cambridge, MA: NBER.

Faleye, O., Mehrotra, V., & Morck, R. (2006). When Labor Has A Voice In Corporate Finance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 41*(3), 489-510.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics, 327*.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics, 301*.

FAS. (2009-2010). *Guide de l'Actionnaire Salarié, de l'Epargne Salariale et de l'Epargne Retraite* (8me ed.). Paris: Aumage Editions.

FAS. (2011). *Guide de l'Actionnariat Salarié, de l'Epargne Salariale et de l'Epargne Retraite. Financement et réforme des retraites.* (9me ed.). Paris: Aumage Editions.

Favereau, O. (1997). L'incomplétude n'est pas le problème, c'est la solution. In B. Reynaud (Ed.), *Les limites de la rationnalité. Tome 2. Les figures du collectif.* Paris: La Découverte.

Festing, M., Groening, Y., Kabst, R., & Weber, W. (1999). Financial Participation in Europe - Detreminants and Outcomes. *Economic & Industrial Democracy, 20*(2), 295-329.

FitzRoy, F., & Kraft, K. (1986). Profitability and Profit-sharing. *Journal of Industrial Economics, 35*(2), 113-130.

FitzRoy, F., & Kraft, K. (1987). Cooperation, Productivity and Profit-Sharing. *Quarterly Journal of Economics, 102*, 23-35.

FitzRoy, F., & Kraft, K. (2005). Co-determination and Productivity. *British Journal of Industrial Relations, 43*(2), 233-247.

Fligstein, N. (1991). The Structural Transformation of American Industry: An Institutional Account of the Causes of Diversification in the Largest Firms. In P. J. Dimaggio (Ed.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis* (pp. 311-336). Chicago: University of Chicago Press.

Fligstein, N. (2001). *The architecture of markets: an economic sociology of twenty-first-century capitalist societies.* Princeton: Princeton University Press<.

Fligstein, N. (2007). The Sociology of Markets. *Annual Review of Sociology, 33*, 105-128.

Florkowski, G. W., Shastri, K. A., & Shastri, K. (1995). *Employee Stock Ownership Plans and Financial Performance in American Firms.* Pittsburgh, PA: H. John Heintz III School of Public Policy and Management, Carnegie Mellon University.

Foa, U. G., & Foa, E. B. (1974). *Societal structures of the mind.* Springfield, Ill: Thomas.

Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups. *Academy of Management Revue, 24*(3), 489-505.

Freeman, R. B., Kruse, D., & Blasi, J. (2004). *Monitoring Colleagues at Work: Profit-sharing, Employee Ownership, Broad-based Stock Options and Workplace Performance in the United States*.

French, J. L. (1987). Employee Perspective on Stock Ownership: Financial Investment or Mechanism of Control. *Academy of Management Review, 12*(3), 427-435.

French, J. L., & Rosenstein, J. (1984). Employee Ownership Work Attitudes, and Power Relationships. *Academy of Management Journal, 27*(4), 861-869.

Frye, M. B. (2004). Equity-based Compensation for Employees: Firm Performance and Determinants. *Journal of Financial Research, 27*(1), 31-54.

Fukuyama, F. (1995). Social Capital and the Global Economy. *Foreign Affairs, 74*(5), 89-103.

Galbraith, J. K. (2007). *Economie hétérodoxe*: éd. du Seuil.

Gallois, I. (2007). Soutien, confiance, satisfaction et engagement organisationnel affectif: mesure et relations entre les variables, *Outils, Modes et Modèles*. Fribourg, Suisse: 18e Congrès AGRH.

Gamble, J. E. (1998). ESOPS: Financial Performance and Federal Tax Incentives. *Journal of Labor Research, 19*(3), 529-541.

Gamble, J. E. (2000). Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration. *Journal of Business Venturing, 15*(5-6), 433-447.

Gamble, J. E., Culpepper, R. A., & Blubaugh, M. G. (2002). ESOPs and Employee Attitudes: The Importance of Empowerment and Financial Value. *Personnel Review, 31*(1-2), 9-26.

Garfatta, R. (2010). *Actionnariat salarie et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français.* Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne.

Gaspar, J.-M. (2009). Horizons d'investissement des actionnaires. *Revue française de gestion*(198-199), 77-93.

Gaspar, J.-M., Massa, M., Matos, P., Patgiri, R., & Rehman, Z. (2005). Shareholder Investment Horizons and Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics, 76*, 135-165.

Georgi, F. (2003). *Autogestion, la dernière utopie ?* Paris: Publications de la Sorbonne.

Gharbi, H., & Lepers, X. (2008). Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants: un essai de compréhension. *Innovations*(27), 121-146.

Ghoshal, S., & Moran, P. (1996). Bad for Practice: A Critique of the Transaction Cost Theory. *Academy of Management Review, 21*(1), 13-47.

Godechot, O. (2001). *Les Traders. Essai de sociologie des marchés financiers*. Paris: La découverte, « Textes à l'appui / enquêtes de terrain ».

Godechot, O. (2005). De l'appropriation des actifs de l'entreprise à l'appropriation du profit. Éléments pour l'analyse des rapports salariaux dans l'industrie financière. In J.-P. Durand & D. Linhart (Eds.), *Les ressorts de la mobilisation au travail* (pp. 255-262): Octarès, Toulouse.

Godechot, O. (2006). Hold-up en finance. Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l'industrie financière. *Revue française de sociologie, 47*(2), 341-371.

Goldstein, S. G. (1978). Employee Share Ownership and Motivation. *Journal of Industrial Relations, 20*(3), 311-330.

Gomez, P.-Y. (1996). *Le Gouvernement de l'Entreprise: modèles économiques de l'entreprise et pratiques de gestion*: InterEditions.

Gomez, P.-Y. (2001). *La république des actionnaires: le gouvernement des entreprises entre démocratie et démagogie*: Syros, Alternatives Economiques.

Gomez, P.-Y. (2003a). Introduction au dossier: Le gouvernement des entreprises - un point de vue institutionnaliste. *Finance Contrôle Stratégie, 6*(4).

Gomez, P.-Y. (2003b). Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises. *Finance Contrôle Stratégie, 6*(4), 183-208.

Gomez, P.-Y. (2004). Management responsable. Définitions et enjeux actuels. *Economie et Humanisme, 370*.

Gomez, P.-Y. (2009). La gouvernance actionariale et financière. Une méprise théorique. *Revue française de gestion, 198-199*, 369-391.

Gomez, P.-Y. (2010). Libre entreprise et ordre managérial: la fabrique de la société libérale. *Les Cahiers français*(354).

Gomez, P.-Y., & Gauthier, B. (2005). La nouvelle économie institutionnelle et la perspective de Douglass C. North *Management International, 9*(3).

Gomez, P.-Y., & Jones, B. (2000). Conventions: an interpretation of deep structure in organisations. *Organization Science, 11*(6).

Gomez, P.-Y., & Korine, H. (2009). *L'entreprise dans la démocratie. Une théorie politique du gouvernement d'entreprises*. Bruxelles: De Boeck.

Goodstein, J., & Boeker, W. (1991). Turbulence at the Top: A New Perspective on Governance Structure Changes and Strategic Change. *Academy of Management Journal, 34*(2), 306-330.

Gordon, L., & Pound, J. (1990). ESOPs and Corporate Control. *Journal of Financial Economics, 27*, 525-555.

Granovetter, M. (1973). The Strenght of Weak Ties. *American Journal of Sociology, 78*, 1360-1380.

Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: the problem of embeddedness. *American Journal of Sociology, 91*, 481-510.

Granovetter, M. (1994). Les institutions économiques comme constructions sociales: un cadre d'analyse. In A. Orlean (Ed.), *Analyse économique des conventions* (pp. 79-94). Paris: PUF.

Greenberg, E. S. (1980). Participation in Industrial Decision-making and Work Satisfaction: The Case of Producer Cooperatives. *Social Science Quarterly, 60*(4), 551-569.

Guedri, Z., & Hollandts, X. (2008a). Beyond Dichotomy: The Curvilinear Impact of Employee Ownership on Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review, 16*(5), 460-474.

Guedri, Z., & Hollandts, X. (2008b). Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise. *Revue française de gestion, 3*(183), 35-50.

Guerrero, S., & Herrbach, O. (2009). La confiance organisationnelle au coeur de l'échange social: et si bien traiter ses employés etait payant? *Relations industrielles, 64*(1), 6-26.

Guillot-Soulez, C. (2005). *Dimensions organisationnelles et fondements Ressources Humaines des Plans d'Options sur Actions.* Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris I - Panthéon Sorbonne.

Guillot-Soulez, C. (2009). Stock-options et implication organisationnelle dans un contexte boursier défavorable. *Revue de gestion des ressources humaines, 71*, 2-22.

Guiol, P. (1998). L'objectif social du RPF : l'action ouvrière et l'association capital-travail dans la stratégie de conquête du pouvoir. In *Fondation Charles de Gaulle et Université de Bordeaux III, De Gaulle et le Rassemblement du peuple français, 1947-1955* (pp. 399-428). Paris: Armand Colin.

Gurtner, E., Jaeger, M., & Ory, J. N. (2009). Les innovations organisationnelles dans les groupes coopératifs bancaires français: soumission ou résistance à la norme de la valeur actionnariale? *Revue française de gestion, 35*(190), 15-30.

Hallock, D. E., Salazar, R. J., & Venneman, S. (2004). Demographic and Attitudinal Correlates of Employee Satisfaction with ESOP. *British Journal of Management, 15*(4), 321-333.

Hamel, G., & Prahalad, C. K. (1994). *Competing for the Future*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.

Hammer, T. H., Landau, J. C., & Stern, R. N. (1981). Absenteeism When Workers Have a Voice: The Case of Employee Ownership. *Journal of Applied Psychology, 66*(5), 561-573.

Hammer, T. H., & Stern, R. N. (1980). Employee Ownership: Implications for the Organizational Distribution of Power. *Academy of Management Journal, 23*(1), 78-100.

Hammer, T. H., Stern, R. N., & Gurdon, M. A. (1982). Workers' Ownership and Attitudes Towards Participation. In F. Lindenfeld & J. Rothschild-Whitt (Eds.), *Workplace Democracy and Social Change* (pp. 87-108). Boston, MA: Porter Sargent.

Hansmann, H. (1988). Ownership of the Firm. *Journal of Law, Economics and Organization, 4*, 267-305.

Harribey, J.-M. (2001). La financiarisation du capitalisme et la captation de valeur. In J. C. Delaunay (Ed.), *Le capitalisme contemporain, Questions de fond* (pp. 67-111). Paris: L'Harmattan.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance, 46*(1), 297-355.

Hayami, Y. (2009). Social Capital, Human Capital and the Community Mechanism: Toward a Conceptual Framework for Economists. *Journal of Development Studies, 45*(1), 96-123.

Hirigoyen, G. (1997). Salariés-actionnaires : le capital sans le pouvoir ? In *Pouvoir et gestion, Coll. Histoire, Gestion et Organisation* (Vol. 5). Toulouse: Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse.

Hirigoyen, G., & Caby, J. (1998). Histoire de la valeur en finance d'entreprise. *Actes des XIVièmes Journées Nationales des IAE, Tome 1, Nantes*.

Hollandts, X. (2007). *Les effets de participation des salariés sur la performance des entreprises. Tests empiriques et proposition de modèle théorique.* Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université Jean MOULIN Lyon III.

Holmstrom, B. (1982). Moral Hazard in Teams. *Bell Journal of Economics, 13*, 324-340.

Hosmer, L. T. (1995). Trust: the connecting link between organizational theory and philosophical ethics. *Academy of Management Review*(20), 379-403.

Hsieh, A.-T., & Liu, L.-L. (2006). The Re-examination of the Relationship Between Employee Stock Ownership and Voluntary Employer Change Intention in Taiwan. *International Journal of Human Resource Management, 17*(1), 174-189.

Huang, T.-C. (1997). The Impact of Participative Management on Organizational Performance: the Case of Taiwan. *International Journal of Human Resource Management, 8*(5), 677-689

Huault, I. (2002). P. DiMaggio et W. Powell. Des organisations en quête de légitimité. In S. Charreire & I. Huault (Eds.), *Les grands auteurs en Management* (pp. 99-112). Paris: EMS, coll. Grands Auteurs.

Igalens, J., & Roussel, P. (1996). Étude comparative des liaisons entre rémunération, motivation et satisfaction des cadres et des non cadres. *Revue de Gestion des Ressources Humaines, 19*.

Iqbal, Z., & Hamid, S. A. (2000). Stock Price and Operating Performance of ESOP Firms: a Time-Series Analysis. *Quarterly Journal of Business & Economics, 39*(3), 25-47.

Jensen, M. C. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review, 58*(2), 319-339.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review, 76*(2), 323-329.

Jensen, M. C. (1998). Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory. In M. C. Jensen (Ed.), *Foundations of Organizational Strategy*: Harvard University Press.

Jensen, M. C. (2004). Agency Costs of Overvalued Equity, *European Corporate Governance Institute* (Vol. n°39/2004): Finance Working Paper.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 78-133.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination. *Journal of Business, 52*(4), 469-506.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1994). The Nature of Man. *Journal of Applied Corporate Finance, 7*(2), 4-19.

Jones, D. C. (1987). The Productivity Effects of Worker Directors and Financial Participation by Employees in the Firm: the Case of British Retail Cooperatives. *Industrial & Labor Relations Review, 41*(1), 79-92.

Jones, D. C. (1993). The Productivity Effects of Employee Ownership Within Command Economies: Evidence from Poland. *Managerial & Decision Economics, 14*(5), 475-485.

Jones, D. C., & Kato, T. (1993a). Employee Stock Ownership Plans and Productivity in Japanese Manufacturing Firms. *British Journal of Industrial Relations, 31*(3), 331-346.

Jones, D. C., & Kato, T. (1993b). The Scope, Nature, and Effects of Employee Stock Ownership Plans in Japan. *Industrial & Labor Relations Review, 46*(2), 352.

Jones, D. C., & Kato, T. (1995). The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data. *American Economic Review, 85*(3), 391-414.

Jones, D. C., & Svejnar, J. (1985). Participation, Profit-sharing, Worker Ownership and Efficicency in Italian Producer Cooperatives. *Economica, 52*(208), 449-465.

Kaarsemaker, E. C. A. (2006). *Employee Ownership and Human Resource Management: a Theoretical and Empirical Treatise with a Digression on the Dutch Context.* Radboud University, Nijmegen, Netherlands.

Kaarsemaker, E. C. A., & Poutsma, E. (2006). The Fit of Employee Ownership With Other Human Resource Management Practices: Theoretical and Empirical Suggestions Regarding the Existence of an Ownership High-Performance Work System. *Economic and Industrial Democracy, 27*(4), 669-685.

Kalmi, P. (2002). *On the (In)stability of Employee Ownership: Estonian Evidence and Lessons for Transition Economies.* Dissertation, Copenhagen Business School, Copenhagen.

Kalmi, P., Pendleton, A., & Poutsma, E. (2005). Financial Participation and Performance in Europe. *Human Resource Management Journal, 15*(4), 54-67.

Kato, T., & Morishima, M. (2002). The Productivity Effects of Participatory Employment Practices: Evidence From New Japanese Panel Data. *Industrial Relations, 41*(4), 487-520.

Keef, S. P. (1994). Employee Share Ownership and Job Attitudes: The Effects of Share Sale. *Asia Pacific Journal of Management, 11*(1), 91-102.

Keef, S. P. (1998). The Causal Association Between Employee Share Ownership and Attitudes: a Study Based on the Long Framework. *British Journal of Industrial Relations, 36*(1), 73-82.

Kirkpatrick, S. A., & Locke, E. A. (1991). Leadership: do traits matter? *Academy of Management Executive, 5*(2), 48-60.

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

Klein, K. J., & Hall, R. J. (1988). Correlates of Employee Satisfaction With Stock Ownership: Who Likes an ESOP Most? *Journal of Applied Psychology, 73*(4), 630-638.

Klein, K. J., & Kozlowski, S. W. (2000). *Multilevel Theory, Research and Methods in Organizations: Foundations, Extensions, and New Directions.* San-Francisco, CA: Jossey-Bass.

Koenig, G. (1994). L'apprentissage organisationnel: repérage des lieux. *Revue française de gestion*(janvier - février), 76-83.

Kozlowski, S. W., & Klein, K. J. (2000). A Multilevel Approach to Theory and Research in Organizations: Contextual, Temporal and Emergent Processes. In K. J. Klein & S. W. Kozlowski (Eds.), *Multilevel Theory, Research and Methods in Organizations: Foundations, Extensions, and New Directions*. San-Francisco, CA: Jossey-Bass.

Kramer, R. M. (1996). Divergent realities and convergent disappointments in the hierarchic relation: trust and the intuitive auditor at work. In R. M. Kramer & T. R. Tyler (Eds.), *Trust in Organisations: Frontiers of Theory and Research* (pp. 216-245). Thousand Oaks, CA: Sage.

Kramer, R. M., Brewer, M. B., & Hanna, B. A. (1996). Collective trust and collective action: the decision to trust as a social decision. In R. M. Kramer & T. R. Tyler (Eds.), *Trust in*

*Organisations: Frontiers of Theory and Research* (pp. 357-389). Thousand Oaks, CA: Sage.

Kruse, D. (1984). *Employee Ownership and Employee Attitudes: Two Case Studies*. Norwood, PA: Norwood Editions.

Kruse, D. (1992). Profit Sharing and Productivity: Microeconomic Evidence From The United States. *Economic Journal, 102*(410), 24-36.

Kruse, D. (1993). *Profit Sharing: Does It Make a Difference? The Productivity and Stability Effects of Employee Profit Sharing Plans*. Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute for Employement Research.

Kruse, D. (1996). Why Do Firms Adopt Profit-Sharing and Employee Ownership Plans? *British Journal of Industrial Relations, 34*(4), 515-538.

Kruse, D. (2002). Research Evidence on the Prevalence and Effects of Employee Owenrship. *Journal of Employee Ownership Law and Finance, 14*(4), 65-90.

Kruse, D., & Blasi, J. (1997). Employee Ownership, Employee Attitudes and Firm Performance: A review of the Evidence. In D. J. B. Mitchell, D. Lewin & M. Zaidi (Eds.), *Handbook of Human Resource Management* (pp. 113-151). Greenwich: CT: JAI Press.

Kruse, D., Freeman, R. B., Blasi, J., Buchele, R., Scharf, A., Rodgers, L., et al. (2004). Motivating Employee-Owners in ESOP Firms: Human Resource Policies and Company Performance. In V. Perotin & A. M. Robinson (Eds.), *Employee Participation, Firm Performance and Survival* (Vol. 8, pp. 101-127). Amsterdam: JAI.

Kruse, D., Freeman, R. B., & Blasi, J. R. (2010). *Shared Capitalism at Work: Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and Broad-Based Stock-options*: University of Chicago Press.

Kumar, B. R. (2004). Effect of ESOPs on Performance, Productivity and Risk. *IIMB Management Review, 16*(1), 9-20.

Kumbhakar, S. C., & Dunbar, A. E. (1993). The Elusive ESOP - Productivity Link: Evidence from U.S. Firm-Level Data. *Journal of Public Economics, 52*(2), 273-283.

Kurtulus, F. A., Kruse, D., & Blasi, J. (2011). Worker Attitudes Towards Employee Ownership, Profit Sharing And Variable Pay, *Working Papers 2011-15*: University of Massachusetts, Amherst.

Kuvaas, B. (2003). Employee Ownership and Affective Organizational Commitment: Employees' Perceptions of Fairness and Their Preference for Company Shares Over Cash. *Scandinavian Journal of Management, 19*(2), 193.

Lallement, M. (2009). *Le travail de l'utopie. Godin et le familistère de Guise. Biographie*. Paris: Les Belles Lettres (coll. "L'histoire de profil").

Langevoort, D. C. (2001). The Human Nature of Corporate Boards : Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability. *Georgetown Law Journal*(89), 797-832.

Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2004). Does Corporate Governance Really Matter? Philadelphia: The Wharton School, University of Pennsylvania, knowledge.wharton.upenn.edu/papers/1281.pdf.

Laroche, H. (2001). Les approches cognitives de la stratégie. In A. C. Martinet & R.-A. Thiétart (Eds.), *Stratégies: actualité et futurs de la recherche* (pp. 101-114). Paris: Vuibert.

Laroche, H., & Nioche, J.-P. (2006). L'approche cognitive de la stratégie d'entreprise. *Revue française de gestion, 160*(1), 81-105.

Laroche, P. (2002). *L'influence des organisations syndicales de salariés sur la performance économique et financière des entreprises: proposition et test d'un modèle explicatif dans le contexte français.* Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion.

Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society, 29*(1), 13-35.

Le Roux, A. (1998). Les effets des pratiques d'intéressement sur les performances des entreprises. In J. Allouche & B. Sire (Eds.), *Ressources Humaines. Une gestion éclatée.* (pp. 315-333). Paris: Economica.

Leana, C., & Van Buren, H. (1999). Organisational social capital and employement practices *The Academy of Management Review, 3*(3), 538-555.

Lee, Y.-T. (2003). The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans: Evidence From Panel Data of Taiwan Electronic Companies. *International Journal of Management, 20*(4), 479-489.

Levinson, H. (1965). Reciprocation: The relationship between man and organization. . *Administrative Science Quarterly*(9), 370-390.

Lin, N. (1995). Les ressources sociales : une théorie du capital social. *Revue française de sociologie, 36*(4).

Livingston, D. T., & Henry, J. B. (1980). The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits. *Journal of Risk & Insurance, 47*(3), 491-505.

Logues, J., & Yates, J. S. (1999). Worker Ownership American Style: Pluralism, Participation and Performance. *Economic & Industrial Democracy, 20*(2), 225-252.

Logues, J., & Yates, J. S. (2001). *The Real World of Employee Ownership*. Ithaca & London: ILP/Cornell University Press.

Long, R. J. (1978a). The Effects of Employee Ownership on Organizational Identification, Employee Job Attitudes, and Organizational Performance: A Tentative Framework and Empirical Findings. *Human Relations, 31*(1), 29-49.

Long, R. J. (1978b). The Relative Effects of Share Ownership vs. Control on Job Attitudes in an Employee-Owned Company. *Human Relations, 31*(9), 753.

Long, R. J. (1979). Desires For and Patterns of Worker Participation in Decision Making After Conversion to Employee Ownership. *Academy of Management Journal, 22*(3), 611-617.

Long, R. J. (1980). Job Attitudes and Organizational Performance Under Employee Ownership. *Academy of Management Journal, 23*(4), 726-737.

Long, R. J. (1981). The Effects of Formal Employee Participation in Ownership and Decision Making on Perceived and Desired Patterns of Organizational Influence: A Longitudinal Study. *Human Relations, 34*(10), 847-876.

Long, R. J. (1982). Worker Ownership and Job Attitudes: a Field Study. *Industrial Relations, 21*(2), 196-215.

Lorino, P. (2001). *Méthodes et Pratiques de la Perofrmance: le pilotage par les processus et les compétences.* Paris: Editions d'Organisation.

Maalej, H., & Triki, M. (2008). Déterminants de la pratique de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises, *La comptabilité, le contrôle et l'audit, entre changement et stabilité*. ESSEC: 29ème congrès de l'Association Francophone de Comptabilité.

MacKenzie, D., Muniesa, F., & Siu, L. (2007). *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*: Princeton University Press, Princeton.

Mangematin, V. (1998). La confiance : un mode de coordination dont l'utilisation dépend de ses conditions de production. In C. Thuderoz, V. Mangematin & D. Harrisson (Eds.), *Confiance en entreprises*. Paris, Gaetan Morin.

March, T. R., & McAllister, D. E. (1981). ESOPs Tables: A Survey of Companies with Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Corporation Law, 6*(3), 551.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance, 7*(1), 77-91.

Marquer, E. (2005). *Guide de l'épargne salariale*. Paris: Les Editions du Siècle.

Marquer, E. (2008). Refonder la participation pour l'étendre à tous les salariés et pour que les profits d'aujourd'hui servent les retraites de demain. In *Rapport moral sur l'argent dans le monde*. Paris: Association d'économie financière.

Marsh, T. R., & McAllister, D. E. (1981). ESOPs Tables: A Survey of Companies with Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Corporation Law, 6*(3), 551.

Martin, D. (1994). *Démocratie industrielle. La participation directe dans les entreprises*. Paris: PUF, coll. "Sociologies".

Mathieu, M. (2011). *Recensement Economique de l'Actionnariat Salarié dans les Pays Européens en 2010, www.efesonline.org*. Bruxelles: Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié.

Mathieu, M. (2012). *Recensement Economique de l'Actionnariat Salarié dans les Pays Européens en 2011, www.efesonline.org*. Bruxelles: Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié.

Mauldin, E. G. (1999). Systematic Differences In Employee Stock Ownership Plan Contributions: Some Evidence. *Journal of Accounting & Public Policy, 18*(2), 141-163.

Mayer, R. C., Davis, J. H., & Schoorman, F. D. (1995). An integration model of organizational trust. *Academy of Management Revue, 20*(709).

Mazibuko, N. E., & Boshoff, C. (2003). Employee Perceptions of Share Ownership Schemes: An Empirical Study. *South African Journal of Business Management, 34*(2), 31.

McAllister, D. J. (1995). Affect - and cognition - based trust as foundations for interpersonal cooperation in organizations. *Academy of Management Journal*(38), 24-59.

McAllister, D. J. (1997). The second face of trust: reflections on the dark side of interpersonal trust in organizations. *Research on Negotiation in Organizations*(6), 87-111.

McClelland, D. C. (1970). The two Faces of Power. *Journal of International Affairs, 24*, 29-47.

McGregor, D. (1960). *The Human Side of the Entreprise*. New York: McGraw-Hill.

McGregor, D. (1966). *Leaderswhip and Motivation*. Cambridge, MA: MIT Press.

McHugh, P. P., Cutcher-Gershenfeld, J., & Bridge, D. L. (2005). Examining Structure and Process in ESOP Firms. *Personnel Review, 34*(3), 277-293.

McNabb, B., & Withfield, K. (1998). The Impact of Financial Participation and Employee Involvement in Financial Performance. *Scottish Journal of Political Economy, 45*(2), 171-187.

Meek, C. B. (1993). The New Owners: The Mass Emergence of Employee Ownership in Public Companies and What It Means to American Business. *Administrative Science Quarterly, 38*(1), 154-155.

Mehran, H. (1999). *Unleashing the Ownership Dynamic—Creating Connections Through Engaged Ownership - A Research Summary.*: Lincolnshire, Hewitt Associates.

Meihuizen, H. E. (2000). Productivity Effects of Employee Stock Ownership and Employee Stock Option Plans in Firms Listed on the Amsterdam Stock Exchanges: an Empirical Analysis, *The 10th Conference of the International Association for the Economics of Participation (IAFEP)*. Trento.

Meyer, J., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*(83), 340-363.

Meyer, J. P., & Allen, N. J. (1991). A Three-Component Conceptualization of Organisational Commitment. *Human Resource Management Review, 1*(1), 61-89.

Meyer, J. P., & Allen, N. J. (1997). *Commitment in the Workplace: theory, research, and application.* Newbury Park.

Meyer, J. P., & Herscovitch, L. (2001). Commitment in the Workplace: Toward a General Model. *Human Resource Management Review, 11*(3), 299-326.

Meyerson, E. M. (1994). Human Capital, Social Capital and Compensation: The Relative Contribution of Social Contacts to Managers' Incomes. *Acta Sociologica (Taylor & Francis Ltd), 37*(4), 383-399.

Michaux, V. (2009). Articuler les compétences individuelle, collective, organisationnelle et stratégique: les éclairages de la théorie des ressources et du capital social. In D. Retour, T. Picq & C. Defelix (Eds.), *Gestion des compétences: Nouvelles relations, nouvelles dimensions*: AGRH, GRACCO CNRS, Vuibert.

Miguel, E. (2003). Comment on: Social capital and growth. *Journal of Monetary Economics*(50), 195-198.

Milgrom, & Roberts. (1997). *Economie, organisation et management*. Paris - Bruxelles: De Boeck & Larcier.

Mintzberg, H. (1986). *Le pouvoir dans les organisations*. Paris: Editions d'Organisation.

Mishra, A. K. (1996). Organizational response to crisis: The centrality of trust. In R. M. Kramer & T. R. Tyler (Eds.), *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research.* (pp. 261-287). Thousand Oaks, CA: Sage.

Mitchell, D. J. B., Lewin, D., & Lawler III, E. E. (1990). Alternative Pay Systems, Firm Performance and Productivity. In A. S. Blinder (Ed.), *Paying For Productivity: A Look at The Evidence* (pp. 15-88). Washington, DC: The Brookings Institution.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review, 48*(3), 261-297.

Montagne, S. (2008). Le Trust, fondement juridique du capitalisme patrimonial. In F. Lordon (Ed.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme* (pp. 221-250). Paris: Presses de Sciences Po, « Gouvernances ».

Montagne, S. (2009a). Analyse économique du Droit versus Institutionnalisme. Une comparaison « en situation ». *Revue de la Régulation, Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*(5).

Montagne, S. (2009b). Analyse économique du Droit versus Intitutionnalisme. Une comparaison "en situation". *Revue de la régulation (en ligne), 5, 1er semestre 2009. URL: http://regulation.revues.org/index7574.html*.

Morgan, R. M., & Hunt, S. D. (1994). The commitment-trust theory of relationship marketing. *Journal of Marketing*(58).

Mowday, R. T. (1998). Reflections on the Study and Relevance of Organizational Commitment. *Human Resource Management Review, 8*(4), 387-401.

Mowday, R. T., Porter, L. W., & Steers, R. (1982). *Organizational linkages: The psychology of commitment, absenteeism, and turnover.* San Diego, CA: Academic Press.

Mucchielli, A. (1991). *Les méthodes qualitatives*. Paris: PUF, coll. Que sais-je ?, n°2591.

Munier, B., & Orlean, A. (1993). *Rapport sur les liens entre sciences cognitives et sciences économiques et de gestion*. Paris: CNRS.

Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998a). Social capital, intellectual capital and the organisational advantage. *Academy of Management Review, 23*(2), 242-266.

Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998b). Social Capital, Intellectual Capital and the Organizational Advantage. *Academy of Management Review, 23*(2), 242-266.

Nelson, R. R., & Winter, S. G. (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Neveu, V. (2004). La confiance organisationnelle: définition et mesure, *Actes du 15me congrès de l'AGRH. Tome2.* (pp. 1071-1110). Montréal, Québec.

OECD. (1996). *The Knowledge-Based Economy*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

OECD. (2000). *Knowledge Management in the Learning Society*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

Office, U. S. G. A. (1987). *Employee Stock Ownership Plans: Little Evidence of Effects on Corporate performance*. Office Report to the Chairman, Comittee on Finance, U.S. Senate N° GAO/PEMD-88-1. Washington DC: General Accounting Office.

Ohkusa, Y., & Ohtake, F. (1997). The Productivity Effects of Information Sharing, Profit Sharing and ESOPs. *Journal of the Japanese and International Economies, 11*(3), 385-402.

Oliver, N. (1984). An Examination of Organizational Commitment in Six Workers' Cooperatives in Scotland. *Human Relations, 37*(1), 29-46.

Onaran, Y. (1992). Workers as Owners: an Empirical Comparison of Intra-firm Inequalities at Employee-owned and Conventional Companies. *Human Relations, 45*(11), 1213-1235.

Orlean, A. (1994). Sur le rôle respectif de la confiance et de l'intérêt dans la constitution de l'ordre marchand. *Revue du Mauss: A qui se fier? La confiance, l'iintéraction et la théorie des jeux*(4, 2me semestre), 17-56.

Orléan, A., & Tadjeddine, Y. (1998). *Efficacité informationnelle et marchés financiers*. Paris: Economie de l'information, Economica.

Ouchi, W. G. (1977). The Relationship Between Organizational Structure and Organizational Control. *Administrative Science Quarterly, 22*(1), 95-113.

Ouchi, W. G. (1981). *Theory Z: How American Business Can Meet the Japanese Challenge*. Reading, Mass: Addision-Wesley.

Ouchi, W. G., & Jaeger, A. M. (1978). Type Z Organizations: Stability in the Midst of Mobility. *Academy of Management Review*.

Paredes, T. A. (2005). Too Much Pay, Too Much Deference: Is CEO Overconfidence the Product of Corporate Governance? *Florida State University Law Review*(32), 673-762.

Park, R., Kruse, D., & Sessil, J. (2004). Does Employee Ownership Enhance Firm Survival? In V. Perotin & A. M. Robinson (Eds.), *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms* (Vol. 8, pp. 3-33). New York: Elsevier Science, JAI.

Park, S., & Song, M. H. (1995). Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance and Monitoring by Outside Blockholders. *FM: The Journal of the Financial Management Association, 24*(4), 52-65.

Pasquet, P., & Liarte, S. (2012). La Société Coopérative et Participative: outil de gestion pour l'entrepreneur social ou une nouvelle hypocrisie managériale? *RIMHE, Revue Interdisciplinaire sur le Management et l'Humanisme*(3), 14p.

Paturel, R., Richomme-Huet, K., & De Freyman, J. (2005). Du capital social au management relationnel, *XIVième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*. Pays de la Loire, Angers.

Pendleton, A. (2001). *Employee Ownership, Participation and Governance: a Study of ESOPs in the UK*. London and New York: Routledge.

Pendleton, A., Wilson, N., & Wright, M. (1998). The Perception and Effects of Share Ownership: Empirical Evidence from Employee Buy-Outs. *British Journal of Industrial Relations, 36*(1), 99-123.

Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Oxford University Press.

Peretti, J.-M. (2005). *Tous reconnus*: Editions d'Organisation.

Perotin, V., & Robinson, A. M. (2000). Employee Participation and Equal Opportunities Practices: Productivity Effect and Potential Complementarities. *British Journal of Industrial Relations, 38*(4), 557-583.

Petty, R., & Guthrie, J. (2000). Intellectual capital mitterature review: Measurement, reporting and management. *Journal of Intellectual Capital, 1*(2), 155-176.

Pierce, J. L., & Furo, C. A. (1990). Employee Ownership: Implications for Management. *Organizational Dynamics, 18*(3), 32-43.

Pierce, J. L., Kostova, T., & Dirks, K. T. (2001). Toward a theory of psychological ownership in organizations. *Academy of Management Review, 26*(2), 298-310.

Pierce, J. L., Kostova, T., & Dirks, K. T. (2003). The state of psychological ownership: integrating and extending a century of research. *Review of General Psychology, 7*(1), 84-107.

Pierce, J. L., Rubenfeld, S. A., & Morgan, S. (1991). Employee Ownership: A Conceptual Model of Process and Effects. *Academy of Management Review, 16*(1), 121-144.

Poitou, J. (1996). La gestion des connaissances comme conditions et résultat de l'activité industrielle. *Intellectica, 1*(22), 185-202.

Ponthieux, S. (2008). Les analyses du capital social : apports et controverses. *Informations sociales, 3*(147), 32-33.

Poole, M. (1992). The New Owners: The Mass Emergence of Employee Ownership in Public Companies and What It Means to American Business. *British Journal of Industrial Relations, 30*(1), 158-160.

Portes, A. (1998). Social capital: its origins and applications in modern sociology. *Annual Review of Sociology, 24*(1).

Poulain-Rehm, T. (2003). Stock-options, décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise: le cas français. *Finance Contrôle Stratégie, 6*(3), 79-116.

Poulain-Rehm, T. (2006). L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? : AFFI, IAE de Poitiers.

Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990). The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review, 68*(3), 79-91.

Pugh, W. N., Jahera Jr, J. S., & Oswald, S. L. (2005). ESOP Adoption and Corporate Performance: Does Motive Really Matter? *Journal of Business & Economic Studies, 11*(1), 76-92.

Pugh, W. N., Oswald, S. L., & Jahera Jr, J. S. (2000). The Effect of ESOP Adoptions on Corporate Performance: Are There Really Performance Changes? *Managerial and Decision Economics, 21*(5), 167-180.

Putnam, R. (1993). *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*. Princeton: Princeton University Press.

Putnam, R. (1995). Bowling Alone : America's Declining Social Capital. *Journal of Democracy, 6*(1).

Putterman, L. (1993). Ownership and the Nature of the Firm. *Journal of Comparative Economics, 17*, 243-263.

Quarrey, M., & Rosen, C. (1986). *Employee Ownership and Corporate Performance*. Oakland, CA: National Center for Employee Ownership.

Rainelli - Le Montagner, H. (2003). *Nature et fonctions de la théorie financière*. Paris: Presses Universitaires de France.

Rainelli - Le Montagner, H. (2008). Finance d'entreprise: voix nouvelles et nouvelles voies. *Finance Contrôle Stratégie, 11*(n° spécial), 41-70.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Power in aTheory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics, 113*(2), 387-432.

Raschle Grand, M. B. (2004). *Antecedents and Consequences of All-Employee Equity-Based Pay in Germany.* Doctoral Dissertation, Universität St. Gallen, St. Gallen.

Rebérioux, A. (2002). European Style of Corporate Governance at the Crossroads: the Role of Worker Involvement. *Journal of Common Market Studies, 40*(1), 111-134.

Rebérioux, A. (2003). Les marchés financiers et la participation des salariés aux décisions. *Travail et Emploi, 93*, 25-43.

Rempel, J. K., Holmes, J. G., & Zanna, M. P. (1985). Trust in close relationships. *Journal of Personality and Social Psychology*(49), 95-112.

Renaud, S., St-Onge, S., & Magnan, M. (2004). The Impact of Stock Purchase Plan Participation on Workers' Individual Cash Compensation. *Industrial Relations, 43*(1), 120-147.

Requier-Desjardins, D. (2003). Le capital social dans la théorie économique: actif privé ou bien public? Le point sur quelques contributions récentes. In J. Ballet & R. Guillon (Eds.), *Regards croisés sur le capital social* (pp. 15-39). Paris: L'Harmattan.

Reynaud, B. (1997). *Les limites de la rationalité. Tome 2, Les figures du collectif.* Paris: La Découverte.

Reynaud, B. (1998a). Les conditions de la confiance. Réflexions à partir du rapport salarial. *Revue Economique, 49*(6), 1455-1471.

Reynaud, B. (1998b). Les propriétés des routines: outils pragmatiques de décision et modes de coordination collective. *Sociologie du Travail*(4), 465-477.

Rhodes, S. R., & Steers, R. M. (1981). Conventional vs Worker-owned Organizations. *Human Relations, 34*(12), 1013-1035.

Richardson, R., & Nejad, A. (1986). Employee Share Ownership Schemes in the UK--an Evaluation. *British Journal of Industrial Relations, 24*(2), 233-250.

Riketta, M. (2002). Attitudinal Organizational Commitment and Job Performance: a Meta-Analysis. *Journal of Organizational Behavior*(23), 257-266.

Robert, A. D., & Bouillaguet, A. (1997). *L'analyse de contenu*. Paris: PUF, coll. Que sais-je ?, n°3271.

Robinson, A. M., & Wilson, N. (2006). Employee Financial Participation and Productivity: an Empirical Reappraisal. *British Journal of Industrial Relations, 44*(1), 31-50.

Roe, M. (1996). *Strong Managers, Week Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*: Princeton University Press.

Roe, M. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance - Political Context, Corporate Impact*: Oxford University Press.

Rooney, P. M. (1992a). Employee Ownership and Worker Participation: Effects on Health and Safety. *Economics Letters, 39*(3), 323-328.

Rooney, P. M. (1992b). ESOPs, Producer Co-ops and Traditional Firms: Are They Different? *Journal of Economic Issues, 26*(2), 593-603.

Ros, A. J. (2003). Do ESOPs Motivate Employees? Worker Effort, Monitoring and Participation in Employee-Owned Stock Ownership Plans. In T. Kato & J. Pliskin (Eds.), *The Determinants of the Incidence and the Effects of Participatory Organizations* (Vol. 7, pp. 83-103). Amsterdam, etc.: JAI.

Rosen, C., & Klein, K. J. (1983). Job-creating Performance of Employee-owned Firms. *Monthly Labor Review, 106*(8), 15-19.

Rosen, C., Klein, K. J., & Young, K. M. (1986). *Employee Owenrship in America: The Equity Solution*. Lexington, MA: Lexington Books.

Rosen, C., & Quarrey, M. (1987). How Well Is Employee Ownership Working? *Harvard Business Review, 65*(5), 126-129.

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics, 8*(1), 23-40.

Rotondi, T. (1975). Organizational Identification and Group Involvement. *Academy of Management Journal, 18*(892-897).

Routledge, B. R., & Von Amsberg, J. (2002). Social Capital and Growth, *Tepper School of Business, Paper 419*.

Russell, R., Hochner, A., & Perry, S. E. (1979). Participation, Influence and Worker-Ownership. *Industrial Relations, 18*(3), 330-341.

Salaman, G. (1979). *The Determinants of Organizational Structure*. Londres: Texte traduit en français: "Les déterminants de la structure organisationnelle", L'analyse des organisations: une anthropologie sociologique, Seguin, F. et Chanlat, J.F., Les composantes de l'organisation, tome 2, Gaëtan Morin éditeur, 1987.

Sashkin, M. (1984). Participative management is an ethical imperative. *Organizational Dynamics, 12*(4), 4-22.

Schmidt, G. (2003). Risque et ressources humaines. In J. Allouche (Ed.), *Encyclopédie des Ressources Humaines*. Paris: Vuibert.

Schultz, T. W. (1961). Investment in Human Capital. *The American Economic Review, 51*(5).

Schwenk, C.-R. (1984). Cognitive Simplification Processes in Strategic Decision Making. *Strategic Management Journal, 5*, 111-128.

Scott, W. R. (1995). *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks: Sage Publications.

Sen Gupta, S., Whitfield, K., & McNabb, R. (2006). *Employee Share Ownership and Performance: Golden Path or Golden Handcuffs?*

Sesil, J., & Kroumova, M. (2005a). *Broad-Based Stock-Options: Before and After the Market Downturn*.

Sesil, J., & Kroumova, M. (2005b). *The Impact of Broad-Based Stock-Options on Firm Performance: Does Size Matter?*

Sesil, J., Kroumova, M., Blasi, J., & Kruse, D. (2002). Broad-Based Employee Stock-Options in US "New Economy" Firms. *British Journal of Industrial Relations, 40*(2), 273-294.

Sesil, J., Kroumova, M., Kruse, D., & Blasi, J. (2005). *Broad-Based Employee Stock-Options in the US: Company Performance and Characteristics*.

Sesil, J., Kruse, D., & Blasi, J. (2001). *Sharing Ownership via Employee Stock Ownership*. Helsinki.

Sesil, J., & Lin, Y. P. (2005). *Executive and Broad-Based Stock Options: Evidence From US Panel Data*.

Sherman, H., Beldona, S., & Maheshkumar, J. (1998). Institutional Investor Heterogeneity: Implications for Strategic Decisions. *Corporate Governance, 6*(3), 166-173.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance, 52*, 737-783.

Simon, H. (1982). From Substantive to Procedural Rationality. In H. Simon (Ed.), *Models of Bounded Rationality. Behavioral Economics and Business Organization* (Vol. 2, pp. 129-148): MIT Press, Cambridge MA.

Sire, B., & David, P. (Eds.). (1993). *Gestion stratégique des rémunérations*. Paris: Editions Liaisons.

Sire, B., & Tremblay, M. (2006). Le Mix-Rémunération. In J. Allouche (Ed.), *Encyclopédie des Ressources Humaines* (2ième ed., pp. 1130-1135). Paris: Vuibert.

Smith, A. (1776). *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*: Gallimard.

Smith, S. C. (1991). On the Economic Rationale for Codetermination Law. *Journal of Economic Behavior and Organization, 16*, 261-281.

Smith, S. C., Cin, B. C., & Vodopivec, M. (1997). Privatization Incidence, Ownership Forms and Firm Performance: Evidence From Slovenia. *Journal of Comparative Economics, 25*(2), 158-179.

Sockell, D. (1985). Attitudes, Behavior, and Employee Ownership: Some Preliminary Data. *Industrial Relations, 24*(1).

Solow, R. (1999). Notes on Social Capital and Economic Performance. In P. Dasgupta & I. Seralgedin (Eds.), *Social Capital. A Multifaceted Perspective.* Washington: The World Bank.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87*(3), 355-374.

Stephenson, K., & Lewin, D. (1996). Managing workforce diversity: macro and micro level HR implications of network analysis. *International Journal of Manpower, 17*, 168-183.

Stevenot, A. (2003). Objectifs et conditions de l'épargne salariale en PME : une mise en évidence des logiques coercitives, normatives, et mimétiques d'une pratique salariale innovante, *14e Congrès AGRH-ANDCP*. Grenoble.

Stevenot, A. (2004). Une étude exploratoire du développement de l'épargne salariale en PME : proposition d'une lecture néo-institutionnaliste. *Finance Contrôle Stratégie, 7*(1), 172-199.

Stevenot, A. (2005). *La gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement: une analyse sociocognitive de la relation capital investisseur - dirigeant.* Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nancy II.

Stevenot, A., & Guery, L. (2006). Epargne salariale et stratégie syndicale : une analyse des représentations des syndicats à partir des discours, *17ème Congrès de l'AGRH*. Reims.

Stiglitz, J. (2002). *La grande désillusion*. Paris.

Stiglitz, J. (2003). *Quand le capitalisme perd la tête*. Paris.

Stiglitz, J. (2009). The Current Economic Crisis and Lessons for Economic Theory. *Eastern Economic Journal, 35*, 281-296.

Sveiby, E. (1997). *The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge-Based Assets.* San Francisco, CA: Berrett-Koehler Publ.

Talon, A. (2000). *L'actionnariat des salariés.* Mémoire de DEA de Droit des Affaires, Faculté de Droit de Clermont-Ferrand.

Tannenbaum, A. S. (1983). Employee owned companies. In L. Cummings & B. Staw (Eds.), *Research in organizational behavior* (Vol. 5, pp. 235-265). Greenwich, CT: JAI Press.

Taylor, W. (1907). La direction des ateliers. In F. Textes présentés par Vatin (Ed.), *Organisation du travail et économie des entreprises*. Paris: Les Edition d'Organisation, 1990.

Thevenet, M. (1992). *Impliquer les personnes dans l'entreprise*. Paris, Editions Liaisons.

Thiétart, R.-A. (1999). *Méthodes de recherche en management*. Paris: Dunod.

Thomas, K., & Maxwell, J. (2001). Communication & Training: building a learning environment. In J. Logue & J. S. Yates (Eds.), *The Real World of Employee Ownership* (pp. 46-71). Ithaca & London: ILR/Cornell University Press.

Tisseyre, R.-C. (1999). *Knowledge Management*: Hermès Science.

Tolbert, P. S., & Zucker, L. G. (1983). Institutional sources of change in the formal structure of organizations: the diffusion of civil service reform, 1880-1935. *Administrative Science Quarterly, 28*, 22-39.

Trebucq, S. (2002). L'actionnariat salarié dans entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur? *Finance Contrôle Stratégie, 5*(4), 107-135.

Trébucq, S. (2004). The Effects of ESOPs on Performance and Risk: Evidence From France. *Corporate Ownership & Control, 1*(4), 81-93.

Trewhitt, L. (2000). Employee Buyouts and Employee Involvement: a Case Study Investigation of Employee Attitudes. *Industrial Relations Journal, 31*(5), 437-453.

Tseo, G. K. Y., Hou Gui Sheng, G. K. Y., Zhang Peng-Zhu, G. K. Y., & Zhang Lihai, G. K. Y. (2004). Employee Ownership and Profit Sharing as Positive Factors in the Reform of Chinese State-Owned Enterprises. *Economic & Industrial Democracy, 25*(1), 147-177.

Tucker, J., Mock, S. L., & Toscano, D. J. (1989). Employee Ownership and Perceptions of Work. *Work & Occupations, 16*(1), 26-42.

Ulrich, D. (1998). Intellectual Capital = Competence X Commitment. *Sloan Management Review, winter*, 15-26.

Van Dyne, L., & Pierce, J. L. (2004). Psychological Ownership and Feelings of Possession: Three Field Studies Predicting Employee Attitudes and Organizational Citizenship Behavior. *Journal of Organizational Behavior, 25*(4), 439-459.

Vandewalle, D., Van Dyne, L., & Kostova, T. (1995). Psychological Ownership: An Empirical Examination of its Consequences. *Group and Organization Management, 20*(2), 210-226.

Vernier, E. (2000). *Les produits d'épargne entreprise: de la rationnalité financière à l'insatisfaction partagée.* Thèse de doctorat, IAE de Lille.

Vernier, E. (2004). Epargne salariale, épargne retraite, innovation au profit de qui? *Innovations, 1*(19), 101-113.

Vickery, G. (1999). *Intangibles and Competitiveness: An Empirical Approach*: Edward Elgar Publishing.

Vroom, V. H. (1964). *Work and Motivation*. New York: Wiley.

Wacheux, F. (1996). *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*. Paris: Economica.

Wagner, S. H., Parker, C. P., & Christiansen, N. D. (2003). Employees That Think and Act Like Owners: Effects of Ownership Beliefs on Organisational Effectiveness *Personnel Psychology, 56*(4), 847-871.

Weinstein, O. (2008). Quelques controverses théoriques : l'entreprise dans la théorie économique. *Les Cahiers français*(345), 91-95.

Weitzman, M. L., & Kruse, D. (1990). Profit Sharing and Productivity. In A. S. Blinder (Ed.), *Paying for Productivity: a Look at the Evidence* (pp. 95-141). Washington, DC: The Brookings Institution.

Welbourne, T. M., & Cyr, L. A. (1999). Using Ownership As an Incentive - Does The « Too Many Chiefs » Rule Apply In Entrepreneurial Firms? *Group and Organization Management, 24*(4), 438-460.

Werner, S., Tosi, H. L., & Gomez-Mejia, L. (2005). Organizational Governance and Employee Pay: How Ownerhsip Structure Affects The Firm's Compensation Strategy *Strategic Management Journal, 26*(4), 377-384.

Whitener, E., Brodt, S., Korsgaard, A., & Werner, J. (1998). Managers as initiators of trust: an exchange relationship framework for understanding managerial trustworthy behavior. *Academy of Management Review, 23*, 513-530.

Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.

Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.

Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance, 43*(3), 567-591.

Williamson, O. E. (1993). Calculativeness, Trust, and Economic Organization. *Journal of Law and Economics, 36*(1).

Williamson, O. E. (1999). Strategy Research: Governance and Competence Perspectives. *Strategic Management Journal, 20*, 1087-1108.

Wilson, N., & Peel, M. (1990). The Impact of Profit-sharing, Worker Participation and Share Ownership on Absenteeism and Quits: Some UK Evidence. In G. Jenkins & M. Poole (Eds.), *New Forms of Ownership: Management and Employment* (pp. 205-232). London and New York: Routledge.

Winter, G., & Marens, R. (1997). Participatory Democracy May Go a Long Way: Comparative Growth Performance of Employee Ownership Firms in New York and Washington States. *Economic & Industrial Democracy, 18*(3), 393-422.

Wirtz, P. (1999). Evolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises: le cas Krupp-Thyssen. *Finance Contrôle Stratégie, 2*(1), 117-143.

Wirtz, P. (2002a). Le dirigeant: intendant fidèle ou agent opportuniste?, *Actes de la XIe Conférence de l'AIMS*.

Wirtz, P. (Ed.). (2002b). *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*. Paris: Economica.

Woolcock, & Narayan. (2000). Social capital: implication for development theory, research and policy. *The World Bank Research Observer, 111*(470), 225-249.

Zara, O. (2004). *Le management de l'intelligence collective. Vers une nouvelle gouvernance.* Paris.

Zuker, L. (1983). Organizations as institutions. *Research in the Sociology of Organization*(2), 1-47.

Zuker, L. (1986). Production of trust: institutional sources of economic structure: 1840-1920. *Research in Organization Behaviour*(8), 53-111.