

***L'ACTIONNARIAT DES SALARIES DANS LES  
SOCIETES FRANÇAISES :  
UNE SOLUTION D'AVENIR ?***



**AUDARD Lorène**

**BACHELARD Amélie**

**1<sup>er</sup> septembre 2009**

## REMERCIEMENTS

Nous tenons à remercier pour l'aide qu'ils nous ont accordée :

Thierry ALLIROT, Laurent BASSE, Jean-François BAYLOT, Étienne BERIOT, Bruno BERTRAND, Frédéric BEYLIER, Philippe BLONDIAUX, Christophe BONNOT, Frédéric BUIL, Christophe CAVALLI, Théo CHAMI, Pierre-Antoine CHAMPION, Menele CHESNOT, Patrice CHESSE, Sébastien CLEDES, Emmanuel CROISSANDEAU, Christine DELOFFRE, Gilles DELOGER, Arnaud DERMANGE, Francisco DIEZ, Marc DOHAN, François DURIF, Valérie FILIATRE, Catherine GAUDOIN, Karine GENTIL, Benoît GRILLAUD, François GUERIN, Thierry GUGGENHEIM, Philippe HAZARD, Bertrand HERMEZ, Julien HESS, Jacques KIMELFELD, Jean René MARABELLE, Eric MARCHAND, Philippe MARILLAT DES MERCIERES, Etienne MONIN, Thomas PARRIAUT, Nicolas PROSPERT, Michel RIOUAL, Florent ROULET, Pierre RUAUD, Alexandre TERTZAKIAN, Louis-Armand WEISHEIMER.

## PRELUDE

**Problématique** : nous avons souhaité nous questionner sur l'impact d'une mise en place d'un plan d'actionnariat salarié sur la création de valeur de l'entreprise. De ce fait, la question centrale de ce projet de fin d'étude sera :

*La mise en place d'un actionnariat salarié permet-elle d'améliorer la création de valeur des entreprises ?*

Nous avons été suivies dans cette étude par le Docteur Myriam LYAGOUBI, Responsable Mastère spécialisé "Ingénierie Financière" et Professeur associé de Finance.

**Méthodologie** : nous souhaitons observer les évolutions financières responsables de la création de valeur des entreprises afin de pouvoir constater ou non un lien entre la présence d'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise. Pour cela, nous avons rédigé une revue de littérature permettant de dresser un état des lieux de la situation en France mais aussi dans d'autres pays. Nos lectures nous ont également permis de dégager les principales théories à ce sujet. Enfin, nous avons consacré une partie de notre projet à des études empiriques. De ce fait, nous avons réalisé une étude à la fois qualitative (par l'administration de questionnaires) et quantitative (par l'analyse de bases de données). Ce travail nous a permis de mieux comprendre la relation entre performances de l'entreprise et le fait que le capital soit en partie aux mains des salariés. Puis nous avons observé les résultats obtenus dans des études déjà effectuées.

Notre projet était de pouvoir étudier l'actionnariat salarié dans sa globalité mais il nous a été très difficile de pouvoir récolter des données probantes aux niveaux des PME. Ainsi, cet aspect, bien que traité, reste cependant moins développé.

## SOMMAIRE

***Problématique : La mise en place d'un actionnariat salarié permet-elle d'améliorer la création de valeur des entreprises ?***

<b>PRELUDE</b> .....	<b>3</b>
<b>SOMMAIRE</b> .....	<b>4</b>
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>7</b>
<b>I. L'actionnariat salarié en France : état des lieux à travers une revue de littérature</b> .....	<b>8</b>
<b>1. Formes de l'actionnariat salarié</b> .....	<b>8</b>
a. Options d'achat ou « stock-options » .....	9
b. Emissions d'actions réservées aux salariés .....	10
c. Acquisition des actions de l'entreprise .....	11
d. Distribution d'actions gratuites aux salariés .....	11
e. Bilan .....	11
<b>2. Les chiffres de l'actionnariat salarié en France</b> .....	<b>12</b>
a. Des chiffres généraux souvent anciens .....	12
b. L'actionnariat salarié selon le type d'entreprise .....	13
c. Quand est-il dix ans plus tard ? .....	14
<b>3. Explications et observations</b> .....	<b>16</b>
<b>4. Evolutions et tendances</b> .....	<b>19</b>
<b>5. Comparaison avec les autres pays</b> .....	<b>20</b>
<b>II. En quoi l'actionnariat salarié peut-il être considéré comme un déterminant de la création de valeur : analyse des théories</b> .....	<b>25</b>
<b>1. La gouvernance d'entreprise</b> .....	<b>25</b>
a. La nouvelle définition du salarié .....	26
b. Les changements dans la gouvernance d'entreprise impliqués par l'actionnariat salarié ...	33
c. L'actionnariat salarié comme ancrage des dirigeants .....	33
d. Le risque de dilution mécanique .....	35
<b>2. Les théories</b> .....	<b>36</b>
a. L'actionnariat salarié créateur de performance de l'entreprise par la motivation du salarié : résultats des travaux de Xavier HOLLANDTS .....	36

b.	Impact de l'actionnariat salarié sur la performance globale de l'entreprise.....	39
c.	Le cas particulier des entreprises familiales.....	45
d.	L'actionnariat salarié, une source de fonds pour l'entreprise.....	46
e.	L'actionnariat salarié et son impact sur la valeur boursière de l'entreprise.....	47
<b>III.</b>	<b>Notre étude.....</b>	<b>49</b>
<b>1.</b>	<b>Méthode générale.....</b>	<b>50</b>
<b>2.</b>	<b>Aspect qualitatifs.....</b>	<b>53</b>
a.	Etude auprès des gérants.....	53
b.	Etude auprès des associations d'actionnariat salarié.....	56
c.	Etude auprès de chargés en fusion-acquisition.....	58
<b>3.</b>	<b>Aspects quantitatifs.....</b>	<b>63</b>
a.	Analyse des entreprises de l'indice CAC 40.....	63
b.	Analyse SBF 120.....	73
c.	La comparaison des indices boursiers nous permettent de compléter notre étude.....	77
	<b>SYNTHESE.....</b>	<b>81</b>
<b>1.</b>	<b>Synthèse des études passées rapportée par HOLLANDTS.....</b>	<b>81</b>
<b>2.</b>	<b>Notre synthèse.....</b>	<b>81</b>
	<b>LEXIQUE.....</b>	<b>85</b>
	<b>ANNEXES.....</b>	<b>86</b>
<b>1.</b>	<b>Etude de l'évolution de ratios financiers dans les entreprises du CAC 40 en fonction du pourcentage de capital détenu par les salariés.....</b>	<b>86</b>
<b>2.</b>	<b>Analyse du SBF 120.....</b>	<b>89</b>
a.	Etat de l'actionnariat :.....	89
b.	Performance des entreprises sans actionnariat salarié :.....	91
c.	Performance des entreprises dotées d'un actionnariat salarié :.....	97
<b>3.</b>	<b>Sociétés cotées l'IAS fin Mars 2009.....</b>	<b>103</b>
<b>4.</b>	<b>Questionnaire effectué.....</b>	<b>103</b>
a.	Auprès de gérants ou DAF de PME.....	103
b.	Auprès des DAF d'entreprises du SBF 120 ou du CAC 40.....	105
c.	Auprès de personnes travaillant dans le domaine de la Fusion – Acquisition.....	106
d.	Auprès d'associations d'actionnariat salarié.....	106
<b>5.</b>	<b>Les études empiriques.....</b>	<b>108</b>

a.	L'étude RUTGERS aux Etats-Unis.....	108
b.	Etude de POUTSMA sur les états membres de l'Union Européenne .....	109
c.	Etude de D'ARCIMOLES et TREBUCQ en France.....	109
d.	TREBUCQ, les entreprises françaises et leur relation avec l'actionnariat salarié .....	110
e.	Etude de Thierry POULAIN-REHM : lien entre actionnariat salarié et création de valeur ..	111
f.	Etude de HOLLANDTS : l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.....	113
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>		<b>116</b>

## INTRODUCTION

Un récent article paru dans L'Expansion titrait « Le salarié actionnaire, nouveau chouchou des entreprises » (Julie de la Brosse, le 27 juillet 2009). La journaliste y explique comment, en temps de crise, l'actionnariat salarié apparaît comme un instrument de « restructuration du lien social dans l'entreprise ». Ainsi, les entreprises perturbées par l'instabilité économique trouveraient dans l'actionnariat salarié un moyen de motivation des salariés et de renforcement de leur sentiment d'appartenance à la firme.

L'actionnariat salarié ne semble pas reculer devant la crise. Il continue même son essor et à se répandre au sein des entreprises cotées ou non, publiques ou privées, firmes du CAC 40 ou PME. Aussi, ce moyen de détention du capital est-il une mode, un outil financier réel ou bien un véritable soutien managérial ?

Si, comme le souligne l'article cité précédemment, il reste tant sollicité en temps de crise par les sociétés françaises, c'est peut-être parce qu'elles y voient un levier de reprise ou un soutien pendant une période marquée par les difficultés.

Afin de mieux comprendre ce mécanisme, nous avons souhaité observer l'impact de ce type de participation au capital en termes de création de valeur pour l'entreprise.

Comment le salarié actionnaire peut amener le Top management à être plus performant ? Comment le fait de participer au capital de l'entreprise peut développer les talents et les motivations des salariés en vue de créer davantage de profit ?

Après avoir observé où en est l'actionnariat salarié aujourd'hui, nous procéderons, au travers d'une revue de littérature, à l'analyse des théories déjà énoncées à propos de son impact sur les résultats financiers et sur la gouvernance de l'entreprise. Enfin, nous tenterons de nous faire notre propre opinion en nous appuyant sur une étude que nous avons menée ainsi que sur celles qui nous ont précédées.

Dans ce document, nous limiterons la notion d'actionnariat salarié à celle de la participation évidente des salariés au capital de l'entreprise. En effet, nous n'étudierons que la forme d'actionnariat salarié qui permet aux salariés de détenir une partie du capital et non celle où ils ne touchent qu'une participation au résultat de l'entreprise sans en avoir des parts.

Ainsi, l'intéressement (« dividende salarial ») et la participation (« distribution automatique qui dépend des résultats et varie d'une année sur l'autre ») sont exclus de notre analyse.

# I. L'actionnariat salarié en France : état des lieux à travers une revue de littérature

<b>1. Formes de l'actionnariat salarié .....</b>	<b>8</b>
a. Options d'achat ou « stock-options » .....	9
b. Emissions d'actions réservées aux salariés .....	10
c. Acquisition des actions de l'entreprise .....	11
d. Distribution d'actions gratuites aux salariés .....	11
e. Bilan .....	11
<b>2. Les chiffres de l'actionnariat salarié en France .....</b>	<b>12</b>
a. Des chiffres généraux souvent anciens .....	12
b. L'actionnariat salarié selon le type d'entreprise .....	13
c. Quand est-il dix ans plus tard ? .....	14
<b>3. Explications et observations.....</b>	<b>16</b>
<b>4. Evolutions et tendances .....</b>	<b>19</b>
<b>5. Comparaison avec les autres pays .....</b>	<b>20</b>

## 1. Formes de l'actionnariat salarié

Dans un entretien avec Rhodia Alliance sur le développement de l'actionnariat salarié, Jean CHERIOUX dit retenir deux catégories d'actionnariat salarié :

- L'actionnariat par détention individuelle, le plus souvent à court terme, dans lequel le salarié achète des actions puis les revend lors d'une hausse. Mais, il précise que cette forme reste sans d'intérêt au niveau de l'engagement mutuel entre le salarié et son entreprise d'autant plus que le salarié, en tant qu'individu, ne peut avoir de poids aux Assemblées Générales.
- L'actionnariat par détention collective, où les actions sont détenues par des fonds de placement dont la gestion est assurée par des conseils de surveillance. Ces fonds permettent un actionnariat stable. De plus, le regroupement permet aux salariés d'avoir davantage de poids et donc de pouvoir.

Dans son livre, Associer les salariés aux performances, Jean-Claude TOURNIER détermine les mêmes catégories d'actionnariat. De la même manière que Jean CHERIOUX, il annonce que :

- Soit les actions sont détenues directement,
- Soit le salarié possède des parts de Fonds Communs de Placements Entreprises (FCPE) dont l'actif est uniquement composé d'actions de l'entreprise employeur ou en comporte au moins partiellement.

Mais Jean-Claude TOURNIER va plus loin en définissant ensuite différentes formes d'actionnariat salarié. Ici, nous ne soulignerons que les formes que nous jugeons utiles d'étudier, car elles rentrent dans le cadre de notre étude.

### a. Options d'achat ou « stock-options »

*Plan d'Option sur Actions (POA) : loi du 31 décembre 1970*

La souscription des salariés s'effectue généralement à partir d'actions émises « ad hoc » par la société. Cette émission n'est possible que si la société a au moins versé deux dividendes sur les trois derniers exercices, afin d'assurer une certaine sécurité de placement.

L'AGE doit donner son accord. Après prise en compte de la souscription, le montant global du capital offert aux salariés ne peut excéder 20% de celui-ci. De même, le montant total des options ouvertes et non encore levées ne doit pas dépasser un tiers du nombre d'actions du capital total.

Le prix d'exercice ne peut être inférieur au cours moyen de Bourse des 20 dernières séances minoré de 20% (loi du 17 juin 1987).

Les salariés bénéficiaires sont :

- ceux de la société ;
- ceux d'une société possédant directement ou indirectement au moins 10% de la société ;
- ou ceux d'une société détenue au moins à 50% par une autre société détenant elle-même au moins 50% de la société concernée par le plan d'options.

Enfin, il n'est pas possible d'attribuer des options aux salariés qui détiennent déjà individuellement 10% ou plus du capital.

La souscription s'effectue soit en direct soit par l'intermédiaire d'un fonds de placement. Les actions doivent être conservées au moins cinq ans.

Il existe des formules voisines des Stocks Options mais bénéficiant d'une fiscalité plus légère.

➤ Bons de créateurs d'entreprise - BCE (loi de finance de 1998)

Lancés en 2001, ils sont utilisables dans le cadre des SA dont les titres sont négociés sur un marché de l'EEE et dédiés aux valeurs de croissance (exemple : Nouveau marché). L'entreprise doit exister depuis au moins 15 ans et le capital doit être détenu depuis l'origine à hauteur d'au moins 25% par des personnes physiques.

L'attribution de BCE ne requiert aucune transparence ; aucune information financière vers l'extérieur n'est donc nécessaire.

➤ Bons de souscription autonome d'actions – BSA (loi de 1985)

Ce sont des droits à souscrire des titres. Ils peuvent être émis pour l'ensemble du personnel ou seulement quelques salariés.

### **b. Emissions d'actions réservées aux salariés**

Cette forme d'actionnariat salarié incite davantage les souscripteurs à améliorer les résultats de l'entreprise que les stocks options car dans ce cadre, il est généralement prévu que les actions soient souscrites immédiatement. Le dispositif de stock options, au contraire, permet de ne souscrire que si le prix d'exercice s'avère satisfaisant au moment de la souscription.

Dans le cas d'une souscription par augmentation de capital, et non par utilisation d'actions rachetées par l'entreprise, l'augmentation de capital autorisée implique la suppression du droit préférentiel des actionnaires à la souscription d'actions nouvelles.

Pour les sociétés cotées, la loi de 1999 impose que 5% des actions émises lors d'une augmentation de capital en numéraire doivent être réservées aux salariés. Le prix de souscription doit être de 20% inférieur au prix d'émission demandé aux autres acheteurs. Enfin, les actions doivent être conservées au moins 5 ans par le salarié.

### c. Acquisition des actions de l'entreprise

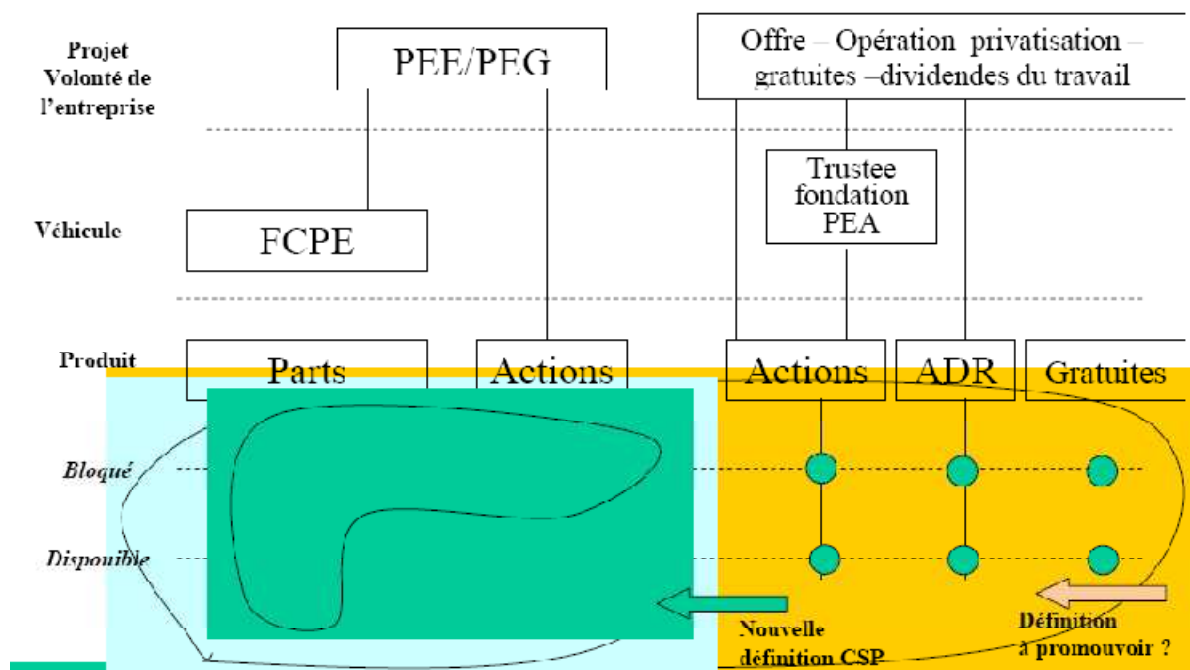
La loi du 2 juillet 1998 autorise les sociétés à racheter leurs propres actions en vue de les attribuer à leurs salariés. Mais elle devra les revendre à plus ou moins 80% du prix qu'elle les a payées, en fonction des variations du cours entre le rachat et la revente.

### d. Distribution d'actions gratuites aux salariés

D'après la loi de 2001, l'Assemblée Générale qui décide d'une augmentation de capital peut aussi prévoir une distribution d'actions gratuites aux salariés. Si l'avantage ainsi obtenu par les bénéficiaires ne dépasse pas 2 300 €, il est exonéré d'impôt sur le revenu et de taxes sur les salaires et de cotisations sociales.

### e. Bilan

#### Les différentes formes d'actionnariat salarié



Source : [www.fas.asso.fr](http://www.fas.asso.fr) (Fédération Française des Actionnaires Salariés et des Anciens Salariés)

## 2. Les chiffres de l'actionnariat salarié en France

Dans un entretien avec Rhodia Alliance sur le développement de l'actionnariat salarié, Lubomira ROCHET avance que le développement de l'actionnariat salarié en France est essentiellement lié à deux phénomènes : la vague de privatisation qui a eu lieu à partir de 1986 ainsi que la progression et la diversification de l'épargne salariale.

A partir de cette période, nous pouvons collecter de nombreuses données même si celles-ci datent souvent des années précédant 2000.

### a. Des chiffres généraux souvent anciens

Les données fournies par Jean-Claude TOURNIER, dans son ouvrage Associer les salariés aux performances, datent de 1999. Il notait qu'en France, au début de l'année 2000, un million de salariés, soit 5% de la population active française, étaient actionnaires. Chacun de ces salariés disposait alors en moyenne de 150 000 F (23 000€), soit un an de salaire. L'actionnariat salarié en France en 1999 représentait donc un total de 150 milliards de francs (soit 2% de la capitalisation boursière).

Ainsi, 4% des ménages détenaient des titres de l'entreprise dont un des membres était salarié.

En 1999, la France était alors au premier rang européen et second rang mondial derrière les Etats-Unis au niveau de la diffusion des stock-options. Celles-ci ne se limitaient plus au top management mais étaient déjà élargies au personnel de l'entreprise même si leur part restait encore faible. Ainsi en 2000, 1% des employés du CAC 40 étaient titulaires de stock-options.

Toutefois, les quantités d'options offertes à chacun restent encore liées au niveau hiérarchique et salarial (cf. I.3.).

Selon une enquête DARES de 1998 :

- deux entreprises sur trois utilisaient des plans d'actionnariat salarié comme complément de salaires ;
- ces plans étaient avant tout réservés aux cadres et leur attribution était sélective, même si un changement se faisait déjà sentir ;
- et, dans les trois quarts des cas, ces plans restaient un moyen d'attirer et de fidéliser les meilleurs éléments.

En 1999, l'épargne salariale avait encore une part faible mais elle connaissait une progression rapide. Ainsi, elle représentait à cette époque 4% de l'épargne globale en France.

La tendance générale dans l'évolution des actifs des FCPE était de comporter de plus en plus d'actions de l'entreprise employeur (hausse notamment due à l'importance des privatisations).

**De 1995 à 1998, l'actionnariat salarié était passé de 26 à 38% du total de l'ensemble de l'épargne salariale et en 1999 et 20% des actions émises en France étaient réservées aux salariés.**

Jean CHERIOUX dans son rapport d'information fait au nom de la Commission des Affaires sociales confirme que la progression actuelle de l'actionnariat salarié permet d'identifier plusieurs signes de son développement. Il précise également, en s'appuyant sur l'enquête réalisée par ALTEDIA, que parmi 150 entreprises cotées interrogées, 92 ont un actionnariat salarié. **La part du capital social détenu par les salariés représente environ 2 % pour les entreprises du CAC 40.**

### **b. L'actionnariat salarié selon le type d'entreprise**

- **L'actionnariat salarié dans les entreprises du CAC 40 au 31/12/2000**

Sur 40 sociétés, 32 disposaient en 2000 d'un actionnariat salarié avec un pourcentage de détention moyen de 3,14%. Ainsi, 42% des salariés des entreprises du CAC 40 étaient actionnaires de leur entreprise (TREBUCQ).

- **L'actionnariat salarié dans les entreprises du SBF 250 au 31/12/2000**

113 sociétés du SBF 250 avaient un actionnariat salarié en 2000, avec un pourcentage de détention moyen de 4%. On remarque que les secteurs de la construction et de l'équipement sont davantage en avance que les autres à ce sujet : en effet, respectivement 67% et 48% de leurs salariés étaient actionnaires et possédaient en moyenne environ 6% de leur entreprise (respectivement 7,4% et 5,5%). Les secteurs les plus en retard restent l'immobilier et les sociétés d'investissement (AUBERT, 2003).

- **L'actionnariat salarié dans les sociétés cotées des premier, second et nouveau marchés au 31/12/2000**

Selon le marché, entre 32 et 44% des entreprises avaient en 2000 plus de 3% d'actionnaires salariés seuil permettant, avec la loi Fabius (2001), que les salariés actionnaires bénéficient d'un représentant au conseil d'administration, même si cette possibilité est rarement appliquée (DESBRIERES, 2002).

**TABLEAU RECAPITULATIF au 31/12/2000**

Marché (Nombre d'entreprises)	% ayant un Actionnariat Salarié	Pourcentage de capital détenu par les salariés (moyenne)	Nombre de sociétés détenues à plus de 3% par leurs salariés
Premier marché (323 entreprises)	31%	3,67%	36
Second marché (338 entreprises)	24%	3,54%	24
Nouveau marché (163 entreprises)	27%	5,53%	17

Source : DESBRIERES (2002), d'après AUBERT (2003), Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe

### c. Quand est-il dix ans plus tard ?

La Fédération Française des Associations d'actionnaires salariés et d'anciens salariés (FAS) estime aujourd'hui à 2,5 millions le nombre des actionnaires salariés français. Ils représentent environ 8 % des actifs et un tiers des actionnaires individuels. La FAS a établi ce chiffre par « extrapolation à partir des entreprises connues ». Cela inclut donc les actionnaires salariés qui détiennent des actions de leur entreprise uniquement au travers de la détention de parts de FCPE d'actionnariat salarié.

En termes de masse de capitaux, l'actionnariat salarié pèse 43,2 milliards d'euros (estimation des encours fin 2006) pour la partie correspondant à des mécanismes d'épargne salariale et constitue plus de la moitié des encours totaux de l'épargne salariale (82,4 milliards d'euros). Toutefois, cela ne représente encore qu'environ 2,5 % du montant de la capitalisation boursière des 791 sociétés cotées (Source : site Internet *La Finance pour Tous*).

Dans son étude « Quel bilan de l'actionnariat salarié ? », NOVETHIC, un centre de ressources et d'expertise sur la responsabilité sociétale des entreprises et l'investissement socialement responsable, indique qu'« un peu plus d'une entreprise cotée française sur trois a des actionnaires salariés ».

La Fédération FO de la métallurgie, dans sa critique de la thèse de Xavier HOLLANDTS, précise que 19% des entreprises de plus de 250 salariés ont développé un actionnariat salarié aujourd'hui tandis que les autres entreprises en ont moins de 5 %.

LES ECHOS, dans un article du 31 janvier 2008, ajoutent que 37 des entreprises du CAC 40 et 145 des membres du SBF 250 ont développé un actionnariat salarié. L'actionnariat salarié représenterait 50 % des encours globaux de l'épargne salariale soit 43 milliards d'euros détenus par 10 % des salariés du pays (2,5 millions).

Aujourd'hui, la France est toujours, avec le Royaume Uni et l'Irlande, le pays d'Europe où l'actionnariat salarié est le plus développé. Il a pris son essor avec les privatisations et bénéficie d'un ensemble de dispositifs incitatifs, développés par les autorités publiques. Ainsi, le TOP 10 des entreprises européennes en matière d'actionnariat salarié (calculé suivant le montant de capitalisation détenue par les salariés de l'entreprise) dénombre six entreprises françaises (Total, SG, BNP Paribas, Crédit Agricole, AXA, Bouygues) tandis que le TOP 100 européen en compte 32.

Mais, la diffusion de l'actionnariat salarié en France est très inégale et reste fonction de la taille des entreprises. En 2002, la répartition par taille d'entreprises indiquait que 19,1 % des entreprises de plus de 1 000 salariés bénéficiaient d'un dispositif collectif d'actionnariat salarié, alors que 11% des entreprises de 500 à 999 salariés en avaient un, contre 0,5% des entreprises de 1 à 9 salariés. Il semble donc que les PME restent, pour la plupart, en marge du mouvement de développement de l'actionnariat salarié (*Source : les Echos.fr*).

- **L'actionnariat salarié dans les entreprises du CAC 40**

Presque toutes les entreprises du CAC 40 ont des actionnaires salariés, la plupart ayant mis en place des stocks options réservés en général à un petit nombre de cadres dirigeants. Moins nombreuses sont celles qui ont un actionnariat salarié significatif et diffusé plus largement parmi le personnel, notamment au travers de mécanismes d'épargne salariale (*www.lafinancepourtous.com*).

15 entreprises du CAC 40 ont un actionnariat salarié qui dépasse 3 % du capital, 7 franchissent la barre des 5 % (AXA, BNP Paribas, Bouygues, Crédit Agricole, Essilor, Vinci, Société Générale, Saint-Gobain, Bouygues).

En dehors du CAC 40 et dans la perspective d'une constitution d'un actionnariat stable, quelques autres entreprises dépassent également cette barre (Eiffage, Safran, Auchan, Latécoère...).

Au critère des 3 % du capital détenu, l'indice Euronext FAS IAS ajoute celui d'un minimum de 25 % de salariés, actionnaires de l'entreprise. En 2008, seulement 27 entreprises cumulent ces deux critères. Ces sociétés se caractérisent par une capitalisation boursière importante et des effectifs élevés ; elles exercent leur activité principale dans les secteurs de la banque, de l'automobile, de la construction, de l'énergie et des services publics. Mais au delà de cette répartition sectorielle, ce sont les entreprises privatisées qui constituent encore la majeure partie du bataillon des grandes firmes ayant un actionnariat salarié significatif et largement diffusé.

Pour conclure, notons que l'on constate un développement significatif de l'actionnariat salarié dans deux types distincts d'entreprises, à savoir :

- dans les grandes entreprises et notamment celles du CAC 40,
- mais aussi dans certaines PME que l'on peut qualifier "d'innovantes".

Ainsi, les PME dites traditionnelles restent à l'écart du mouvement, or ce sont elles qui constituent le cœur du tissu économique en France (Lubomira ROCHET).

### 3. Explications et observations

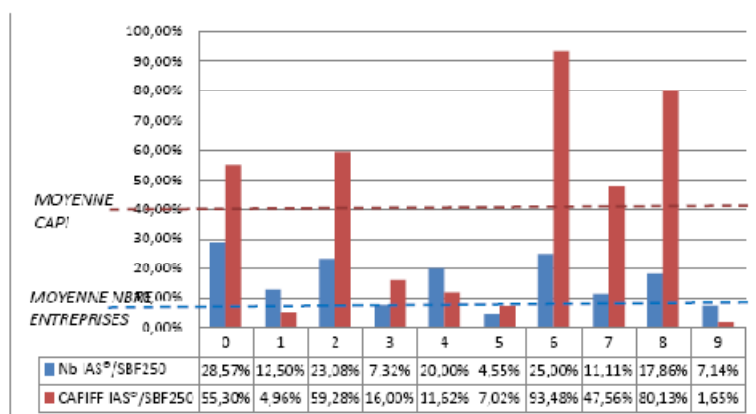
Jean-Claude TOURNIER émet quelques observations qui permettent d'expliquer les chiffres obtenus ci-dessus.

On peut noter que les salariés des grandes entreprises sont pour le moment davantage concernés par l'actionnariat que ceux des petites entreprises pour deux raisons principales :

- D'une part, les firmes de tailles moyennes ont souvent moins de possibilités d'accorder des avantages financiers à leurs salariés ;
- Et d'autre part, la plupart du temps, les PME ne sont pas cotées en bourse. Ainsi, la constitution d'une épargne composée au moins partiellement d'actions de l'entreprise employeur est difficile car il existe un réel problème concernant la sortie ultérieure des capitaux investis en actions non cotées devant l'absence notoire de liquidité de ce type de titres.

Jean-Claude TOURNIER fait également remarquer que les entreprises publiques dénationalisées arrivent en tête en termes de développement de l'actionnariat salarié. Ainsi, chez France Télécom, 90% des salariés sont actionnaires, 72% chez Air France.

#### Sectorisation IAS/SBF250 en nombre d'entreprises et capitalisations (2<sup>ème</sup> trimestre 2007)



- 0. Pétrole et Gaz
- 1. Matériaux de base
- 2. Industries
- 3. Biens de consommation
- 4. Santé
- 5. Services aux consommateurs
- 6. Télécommunication
- 7. Services aux collectivités
- 8. Sociétés financières
- 9. Technologie

Source : [www.fas.asso.fr](http://www.fas.asso.fr) (Fédération Française des Actionnaires Salariés et des Anciens Salariés)

L'analyse de la DARES permet

également de mettre en évidence deux facteurs d'accès à l'actionnariat qui expliquent eux aussi les chiffres obtenus précédemment :

- l'actionnariat salarié est plus pratiqué dans les grandes entreprises, mais reste fréquent dans les entreprises de moins de 50 salariés, dites de " matière grise ", à forte croissance ;
- l'accès à l'actionnariat est plus élevé lorsque l'entreprise pratique une politique dynamique d'épargne salariale.

Enfin, selon Jean CHERIOUX, l'inégale diffusion de l'actionnariat salarié semble répondre à certains facteurs objectifs :

- **Au niveau de l'entreprise :**

- la probabilité d'un actionnariat salarié est d'autant plus forte qu'il existe déjà une politique d'épargne salariale dans l'entreprise. Or, cette dernière est surtout développée dans les grandes entreprises ;
- les PME sont moins menacées par les " forces centrifuges " (internationalisation, filialisation, diversification) qui risquent de nuire à la cohésion interne de l'entreprise. Or, l'actionnariat a souvent vocation à renforcer cette cohésion ;
- le capital des PME est souvent plus stable que celui des grandes entreprises. Elles n'ont alors pas besoin de chercher à le stabiliser en favorisant l'actionnariat salarié ;
- à la différence des entreprises innovantes, les PME n'ont pas nécessairement besoin de compléter leur politique salariale par un actionnariat qui serait avant tout un " salaire différé ".

- **Au niveau de la catégorie des salariés** (selon un rapport de la Fondation Saint-Simon qui distingue trois types de relations salariales) :

- la " stabilité polyvalente ", modèle hérité de la relation salariale fordiste, surtout présent dans les grandes entreprises industrielles et de service, dans lequel les salariés doivent être polyvalents et s'adapter rapidement ;
- la " profession ", qui s'appuie sur des individus porteurs d'innovations technologiques ou d'un savoir-faire particulier ;
- et la " flexibilité de marché ", qui regroupe les salariés précaires ou peu qualifiés.

Suivant cette classification, Robert BOYER considère alors que l'actionnariat salarié n'aurait vocation qu'à concerner les seuls salariés relevant des deux premiers modèles. « *Cette évolution ne concerne que deux catégories. D'une part, les spécialistes, aux compétences pointues, très mobiles à l'échelle internationale et relevant du " modèle professionnel ". D'autre part, les salariés qui sont au cœur de la compétence des grandes entreprises appartenant au " modèle de la stabilité polyvalente ". Soit au total entre 35 % et 45 % des salariés. Mais, à côté, la majorité des salariés, au statut plus précaire, ne participe pas à ce mouvement. Le changement d'emploi et le paiement d'un salaire de marché sont, pour eux, la règle. Elle n'incite pas à la distribution d'actions, instrument de fidélisation des salariés appartenant aux deux autres statuts.* »

De même Marc MATHIEU vient compléter cette théorie (dans « Annual Economic Survey of Employee Ownership in European Countries ») en montrant que l'actionnariat salarié se développe par paliers. La première année, seuls les « Top Executives » bénéficient de stock options. Un à deux ans plus tard, c'est au tour du « High Management » qui représente 1% des employés. Puis vient la participation des « middle and low management » (10% des employés). Enfin, encore deux à trois ans plus tard, des plans correspondant à la totalité du personnel sont mis en place.

#### 4. Evolutions et tendances

L'actionnariat salarié a vraiment pris son essor grâce à l'Ordonnance de 1986 et aux privatisations de nombreuses grandes entreprises publiques. Son développement a notamment été encouragé par les gouvernements qui croient en ses effets bénéfiques sur la croissance économique et l'emploi (WEITZMAN, 1985).

Malgré un essor remarquable, son développement reste cependant encore trop lent. Le principal frein est certainement psychologique : les salariés sont encore réticents face à la bourse et ses fluctuations de cours.

##### Développement de l'actionnariat salarié :

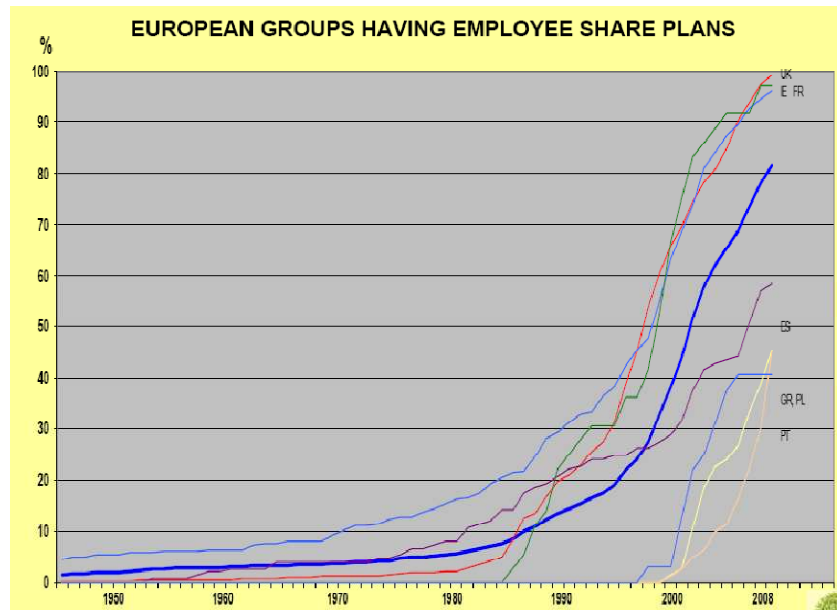
Année	1998	1999	2000	2001	2002	2006
Salariés actionnaires en millions	0,7	0,9	1,2	2	2,3	3

Source : Guide FAS : nombre d'actionnaires salariés en France (en millions) in *Les effets de participation des salariés sur la performance de l'entreprise - Tests empiriques et proposition de modèle théorique*, Xavier HOLLANDTS, 2007

Si les chiffres sont loin d'être négligeables, ils cachent souvent une situation très contrastée. On peut toutefois souligner qu'ils illustrent un réel phénomène de progression de l'actionnariat salarié (Lubomira ROCHET).

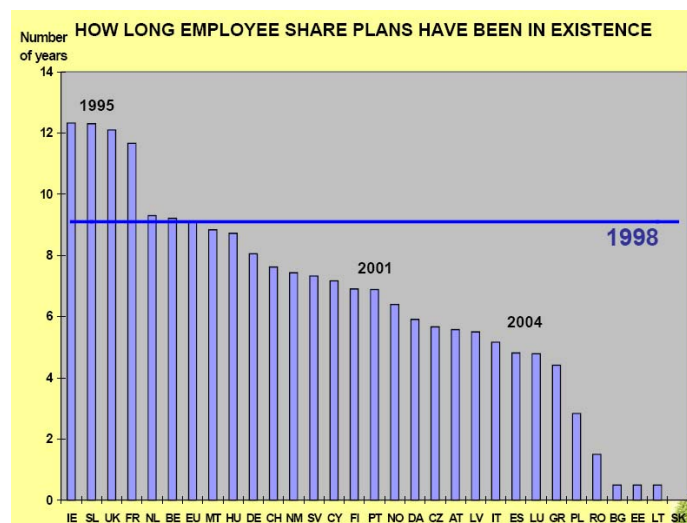
## 5. Comparaison avec les autres pays

L'actionnariat salarié n'est pas un phénomène réservé à la France. En effet, l'étude de Marc MATHIEU pour l'European Federation of Employee Share Ownership (Fédération européenne de l'actionnariat salarié) nous montre bien la croissance exponentielle de ces types de plan depuis ces dernières années en Europe.



Source: Annual Economic Survey of Employee Ownership in European Countries, Marc MATHIEU, 2008

Selon les conclusions de Marc MATHIEU, en Europe, les plans d'actionnariat salarié sont souvent vieux de plus de dix ans. Ainsi, le graphique ci-dessous, extrait de son étude, détaille l'ancienneté moyenne de ces plans par pays.



Source: Annual Economic Survey of Employee Ownership in European Countries, Marc MATHIEU, 2008

De son côté, Jean-Claude TOURNIER effectue plusieurs comparaisons avec des pays développés.

Ainsi, en 1999, 38% des sociétés cotées aux Etats-Unis ont au moins 10% de leur capital dans les mains de leurs salariés. Les salariés sont d'ailleurs majoritaires dans douze des sociétés cotées américaines. Ainsi, les actionnaires salariés représentent 20% de la population active et 18% des ménages aux Etats-Unis tandis qu'ils représentent 10% de la population active en Grande-Bretagne et 5% en Allemagne.

Cependant, la législation étant différente d'un pays à un autre, la mise en place d'un actionnariat salarié à l'échelle mondiale pour les grands groupes mondialisés reste difficile.

- **Stocks Options dans les pays anglo-saxons**

En Grande-Bretagne, le Plan « SAYE » (Save As You Earn) permet aux salariés d'accepter un prélèvement mensuel de 5 à 250 livres qui donne droit, après trois ans, à un certain nombre d'options. Si les actions ont baissé, les sommes prélevées sont majorées d'une rémunération et rendues au salarié. Le prix d'achat ne peut être inférieur à 80% de l'action à la date où l'option est accordée et les options peuvent être exercées dans leur totalité ou en partie.

Aux Etats-Unis, les plans de souscription ont une durée de vie très longue (10 ans) : ce délai est donc très favorable au salarié qui peut attendre que les cours de Bourse augmentent. Le *National Center for Employee Ownership* estime que 18 % des salariés américains (soit 18 millions de personnes environ) détiennent des actions de leur entreprise. Au total, l'actionnariat salarié représente 9 % de la capitalisation des entreprises américaines, pour un montant d'environ 750 milliards de dollars. Ces plans continuent d'ailleurs de progresser, notamment grâce aux stock-options. Un sondage réalisé en 1997 montre que 53 % des entreprises américaines offraient des stock-options à l'ensemble de leur personnel (contre 31 % en 1991). Cette généralisation des stock-options n'exclut pas les salariés à temps partiel car plus de 40 % des sociétés leur distribuent également des stock-options.

- **Actionnariat salarié en Union Européenne**

Si l'actionnariat salarié est plus développé en France que dans le reste de l'Europe continentale, notre pays reste néanmoins en retard par rapport à la Grande-Bretagne ou surtout aux Etats-Unis.

En Europe, la Belgique a fait de nombreux efforts pour développer la participation financière depuis le début des années 1980, notamment avec la loi du 28 décembre 1983, dite loi Monory bis, qui cherche à inciter les salariés à acheter des parts sociales de leur entreprise.

En Allemagne, la seule mesure destinée à encourager spécifiquement l'actionnariat des salariés a une portée très limitée : les salariés qui achètent des actions de leur entreprise à prix réduit bénéficient d'une exonération d'impôt et de cotisations sociales sur cet avantage.

En Suède, des fonds salariaux collectifs, contrôlés par les salariés et destinés à acquérir des actions d'entreprises privées, ont été institués en 1984. Ils ont été supprimés au début des années 1990.

POUTSMA (2006) tire ainsi un premier état des lieux en étudiant six états membres de l'Union Européenne (Espagne, Allemagne, France, Pays-Bas, Finlande, Royaume-Uni).

Selon lui, on retrouve plusieurs tendances.

Les stock-options sont nettement réservées aux dirigeants et à certains cadres dans les six pays. Les plans d'intéressement sont très utilisés en France (52%), aux Pays-Bas (45%) et en Finlande (52%) alors qu'au Royaume-Uni, les plans d'actions pour tous les employés sont plus prisés (91%). Cela s'explique par les dispositions fiscales des différents types de plans par pays. En Allemagne, les plans d'intéressement réservés uniquement aux dirigeants sont les plus courants (35%) car, jusqu'en 1998, l'utilisation de stock-options était interdite dans ce pays. Depuis l'autorisation des stock-options, les entreprises allemandes rattrapent leur retard et les chiffres montrent un score plus élevé qu'au Royaume Uni pour les plans de stock-options réservés aux dirigeants. Les entreprises françaises semblent utiliser les plans de stock-options principalement pour les dirigeants et certains cadres (52%). Les plans d'acquisitions d'options pour tous les employés sont les plus fréquents au Royaume-Uni, puis en France et en Allemagne.

Les entreprises allemandes et françaises limitent l'usage de plans de stock-options et pratiquent davantage les plans étendus. En effet, les entreprises sont plus enclines à utiliser des plans tels que les achats d'actions et les fonds de placement.

Pour les six pays européens étudiés, au sein des entreprises utilisant des plans d'actionnariat salarié, les salariés détiennent moins de 5 % du capital et la moyenne de détention reste autour de 1 %.

En résumé :**Type de plans par pays**

PAYS								
	Espagne	Allemagne	France	Pays-Bas	Finlande	R-U	Total	%
N=100%	25	40	21	29	25	11	151	
Participation financière								
<i>Réservé uniquement aux dirigeants</i>								
Plan d'intéressement	20	35	10	14	16	9	20	24%
Plan de stock-options	4	45	10	31	16	36	25	36%
Acquisitions d'actions, hors options	8	23	10	17	8	9	14	18%
Autres	0	5	0	7	4	9	4	15%
<i>Réservé uniquement aux dirigeants et à certains cadres</i>								
Plan d'intéressement	16	15	5	21	8	9	13	16%
Plan de stock-options	16	18	52	28	32	18	26	27%
Acquisitions d'actions, hors options	4	13	10	10	16	9	11	12%
Autres	0	0	5	10	4	0	3	22%
<i>Réservé uniquement aux dirigeants et à certains cadres</i>								
Plan d'intéressement	16	15	5	21	8	9	13	16%
Plan de stock-options	16	18	52	28	32	18	26	27%
Acquisitions d'actions, hors options	4	13	10	10	16	9	11	12%
Autres	0	0	5	10	4	0	3	22%

Source : Evolution de la Participation Financière des Salariés en Europe en 2006, Rapport d'Erik POUTSMA, 2006

## **II. En quoi l'actionnariat salarié peut-il être considéré comme un déterminant de la création de valeur : analyse des théories**

<b>1. La gouvernance d'entreprise .....</b>	<b>25</b>
a. La nouvelle définition du salarié .....	26
b. Les changements dans la gouvernance d'entreprise impliqués par l'actionnariat salarié ...	33
c. L'actionnariat salarié comme ancrage des dirigeants.....	33
d. Le risque de dilution mécanique .....	35
<b>2. Les théories .....</b>	<b>36</b>
a. L'actionnariat salarié créateur de performance de l'entreprise par la motivation du salarié : résultats des travaux de Xavier HOLLANDTS.....	36
b. Impact de l'actionnariat salarié sur la performance globale de l'entreprise .....	39
c. Le cas particulier des entreprises familiales.....	45
d. L'actionnariat salarié, une source de fonds pour l'entreprise .....	46
e. L'actionnariat salarié et son impact sur la valeur boursière de l'entreprise.....	47

## 1. La gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise est l'ensemble des mécanismes destinés à contrôler l'action des dirigeants (HIRIGOYEN, 2002).

Selon GOMEZ (2001), le gouvernement d'entreprise représente « l'ensemble cohérent des dispositifs et des pratiques institutionnels de l'entreprise qui permettent de rendre légitimes les fonctions d'autorité exercées directement par les dirigeants et déléguées à la hiérarchie ».

### a. La nouvelle définition du salarié

- **Qu'est-ce qu'un actionnaire salarié ?**

Dans un article intitulé Salarié actionnaire ou Actionnaire salarié ? (2006), la Fédération des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS) indique il n'existe aucune définition officielle de cette expression. Pourtant, *l'article 225-102 du Code du Commerce* demande d'indiquer le pourcentage d'actionnariat salarié dans le rapport annuel et de définir le seuil de représentation au Conseil d'Administration ou de Surveillance de l'entreprise.

Deux expressions sont couramment utilisées : les termes réglementaires sont « Salarié actionnaire » tandis que les associations utilisent les termes « Actionnaire salarié ».

La FAS propose donc une définition : « Le salarié actionnaire est 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 acquis des actions de son entreprise ou d'entreprises liées, qu'il détient directement au nominatif ou indirectement, lors d'une opération résultant d'un pacte commun avec l'entreprise »

Un actionnaire salarié a donc les mêmes droits qu'un actionnaire et supporte les mêmes risques (droit de vote, droit aux dividendes, représentation par des mandataires élus démocratiquement,...)

Il peut participer à la gouvernance des fonds, au gouvernement d'entreprise et contribuer au développement durable et à la pérennité de l'entreprise.

Du fait de son statut spécifique, le salarié actionnaire apporte une contribution particulière à l'entreprise, concernant :

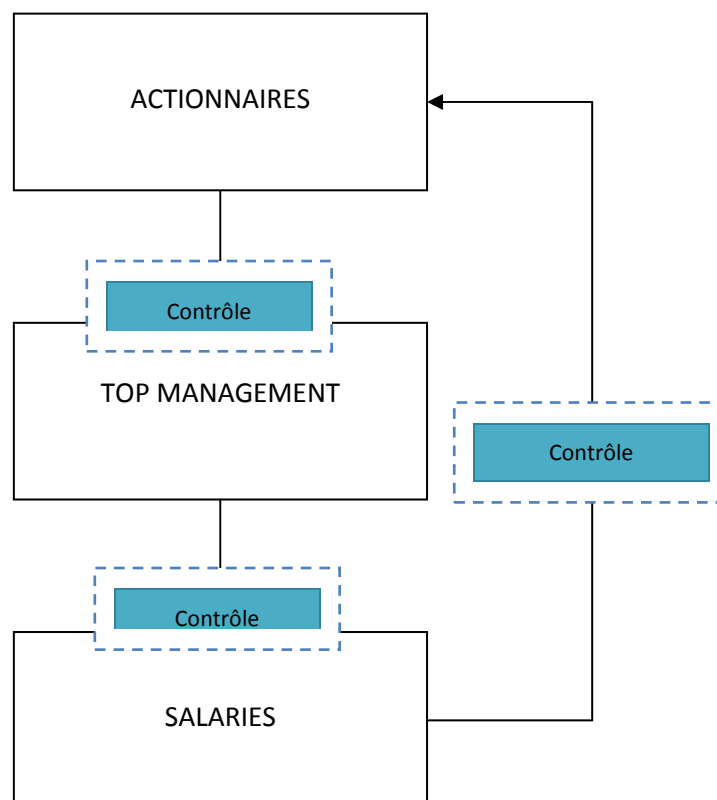
- La mise en perspective des décisions importantes du fait de la connaissance de la culture de l'entreprise, de son environnement interne ainsi que de son « capital humain » ;
- La lutte contre le mimétisme, les effets de mode ;
- Ainsi que la possibilité de dialoguer de manière constructive avec les managers et les dirigeants.

- **Une évolution des relations sociales dans l'entreprise**

HOLLANDTS décrit une entreprise à actionnariat salarié comme étant « une structure dans laquelle une partie du capital peut être détenue par les salariés eux-mêmes et où les propriétaires de l'entreprise sont des actionnaires déléguant à des dirigeants ».

En devenant actionnaire, le salarié n'est plus seulement employé de son entreprise, il est aussi associé. Les actionnaires salariés ont en effet un double statut lié aux deux catégories de capitaux qu'ils apportent à l'entreprise (DESBRIERES, 1997). Ils apportent à l'entreprise non seulement des fonds propres mais également leur capital humain. Renaud SAINSAULIEU, sociologue de l'entreprise, observe ainsi que « *la question de l'actionnariat salarié se greffe sur l'émergence d'une nouvelle forme d'identité au travail dans les entreprises françaises : le 'salarié entrepreneur', sensible à la performance* ».

L'effet de l'actionnariat salarié sur le contrôle en entreprise :



Ce nouveau statut entraîne un changement des relations avec l'entreprise. L'association formelle issue du partage des risques débouche sur une association réelle, fondée sur l'émergence de nouveaux rapports sociaux dans le travail, moins hiérarchiques et moins conflictuels.

Mieux informé sur la marche de son entreprise, disposant d'une capacité d'expression accrue, associé aux décisions, l'actionnaire salarié quitte sa position traditionnelle d'assujéti pour devenir un partenaire.

Robert BOYER, directeur de recherche au CNRS, estime ainsi que *« l'actionnariat salarié bouleverse, à terme, le droit du travail. Avec la diffusion de l'actionnariat à une fraction plus large des salariés, ces derniers assument une part de risque propre à l'entreprise. La logique voudrait qu'ils obtiennent une part croissante du pouvoir. Le lien de subordination serait ainsi recomposé, si ce n'est abandonné ».*

MAROIS et BOMPOINT annonçaient même en 2004 qu'en France, *« l'actionnariat salarié est l'émergence d'un nouvel acteur financier. Le salarié actionnaire devient un partenaire qui investit dans son entreprise [...] ; il contribue à renforcer le gouvernement d'entreprise. »*

Un autre changement dans le statut des salariés se remarque par le fait que les associations d'actionnaires salariés posent un inconvénient majeur : en effet, leurs intérêts sont dans une position opposée à celle des syndicats. Le risque d'ambiguïté souligné par Jean CHERIOUX existe donc réellement.

Mais cette transformation des rapports sociaux pourrait n'être que largement virtuelle. La réalisation effective de cette transformation suppose en effet que les actionnaires salariés s'organisent, dans une démarche collective. C'est à cette condition seulement que les relations sociales évolueront dans l'entreprise vers un réel partenariat. L'actionnariat salarié apparaît donc, avant tout, comme un moyen d'ancrage des dirigeants.

- **La gestion de l'entreprise**

La théorie de l'agence avance que l'actionnariat salarié est un mécanisme privilégié dans la résolution des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, et voire même l'ensemble des salariés (DONDI, 1992).

Cette théorie définit la position des salariés au sein de l'entreprise en expliquant le comportement des agents économiques (actionnaires, dirigeants, salariés...). Les comportements des agents, formels ou informels, mettent ainsi l'accent sur les problèmes d'incitation, de motivation et de contrôle qui surviennent. La séparation entre la fonction de décision (déléguée aux dirigeants par les

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

L'actionnariat salarié se voit donc attribuer une légitimité supplémentaire car il amène le salarié à regarder dans le même sens que la direction.

L'actionnaire salarié peut participer de deux manières à la gestion de l'entreprise :

- Par l'exercice de son droit de vote aux assemblées générales grâce à son statut d'actionnaire (droit et échanges d'informations, AGO/AGE... qui limitent « la propension des dirigeants à adopter un comportement opportuniste », DESBRIERES, 1997) ;
- Par la présence de ses représentants au sein du conseil d'administration (ou du conseil de surveillance) de l'entreprise (Loi Fabius 2001).

Cependant, le droit de vote de l'actionnaire salarié aux Assemblées Générales, exercé individuellement, reste très rare.

De plus, la représentation des actionnaires salariés dans les organes dirigeants de l'entreprise reste très inégale. Ainsi, selon Jean CHERIOUX, seulement une entreprise sur deux a un ou plusieurs administrateurs (ou membres du conseil de surveillance) représentant les salariés actionnaires.

Pour certains auteurs, dont HOLLANDTS, cette faible représentation est décevante, surtout quand on la compare aux objectifs fixés par le législateur dans la *loi n° 94-640 du 24 juillet 1994*, « relative à l'amélioration de la participation des salariés dans l'entreprise », qui visait à encourager cette participation à la gestion. En effet, cette loi prévoyait que, lorsque la part du capital social détenu par le personnel dépasse 5 %, une assemblée générale extraordinaire soit convoquée pour se prononcer sur l'opportunité d'introduire dans les statuts une clause prévoyant la nomination d'un ou deux administrateurs (ou membres du conseil de surveillance) parmi les salariés actionnaires. Or, il apparaît que cette loi, dont les dispositions sont pourtant exclusivement incitatives, n'est qu'imparfaitement appliquée.

- **Les salariés actionnaires ont-ils un droit à la gestion de l'entreprise ?**

HOLLANDTS souligne que l'actionnaire salarié, en étant propriétaire de l'entreprise, a un « droit naturel » au gouvernement puisqu'il s'associe au risque inhérent de son investissement initial.

Ainsi, en étant un « créancier résiduel » de l'entreprise, il cherche à en optimiser la gestion et participe donc à la maximisation de l'efficacité économique globale (ALCHIAN, 1961). Il a alors toute légitimité à participer au conseil d'administration afin de maximiser l'efficacité de la poursuite de ses objectifs.

En outre, les actionnaires salariés assument un double risque :

- D'une part, celui de l'investissement en capital humain (DESBRIERES, 2002) ;
- D'autre part, ils placent une partie de leur capital financier dans l'entreprise.

Rappelons d'ailleurs que la *loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006* pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié fait obligation aux entreprises cotées de nommer des représentants des salariés au sein de leur Conseil lorsque les salariés détiennent plus de 3% du capital.

Mais HOLLANDTS souligne un paradoxe mis en avant par MAC KERSIE (2003) : en effet, il remarque qu'aux Etats-Unis, les actionnaires salariés sont totalement absents des gouvernements d'entreprise. Ainsi, il existe une réelle déconnexion entre les caractéristiques financières de l'actionnariat salarié et les droits « politiques » qui lui sont attachés, peut-être cause du refus de la part du Top Management de subir les inconvénients de la participation des salariés à la gouvernance de l'entreprise.

- **Avantages et inconvénients de la participation des actionnaires salariés au conseil d'administration**

Deux thèses concurrentes peuvent être évoquées (DESBRIERES, 2002) à ce sujet. L'une explique que l'actionnariat salarié peut avoir des effets bénéfiques sur le gouvernement d'entreprise. Il améliorerait en effet le fonctionnement des mécanismes de contrôle au sein de l'organisation et permettrait la convergence des intérêts des parties-prenantes. L'autre souligne qu'il est susceptible de favoriser les intérêts des dirigeants au détriment de ceux des actionnaires externes.

- *Avantages de la participation des actionnaires salariés au conseil*

Selon HOLLANDTS, les actionnaires salariés sont doublement incités à participer de façon efficace car ils vont chercher à garantir leur investissement à la fois humain et financier, en contrepartie de la perception d'une double rémunération, directement liée aux profits réalisés par l'entreprise.

De plus, le pouvoir d'influence des actionnaires salariés est de deux ordres :

- Il est fonction du niveau de participation au capital ;

- Mais aussi de la participation effective au sein du gouvernement d'entreprise (administrateur ou membre du conseil de surveillance ; exercice des droits de vote...).

Selon DESBRIERES, faire participer les salariés actionnaires à l'administration de l'entreprise reste une solution efficace, leur double statut leur permettant de confronter des sources d'informations différentes. Le salarié actionnaire occupe en effet une position singulière dans l'organisation : il appartient à la fois à la « coalition interne » (puisqu'il est employé) de l'organisation et à la « coalition externe » du fait de sa participation financière (NEVEU, 2000). Cette confrontation de différentes sources d'informations est ainsi susceptible d'améliorer le contrôle qu'ils exercent sur les dirigeants (DESBRIERES, 1997).

Participer au conseil d'administration permet aux salariés de protéger leur investissement et a pour intérêt de permettre le partage d'informations (AOKI, 1984 ; WILLIAMSON, 1985). De telles informations peuvent s'avérer essentielles pour faciliter les négociations collectives, dans certains cas de conflits sociaux notamment (DESBRIERES, 1997). Ainsi, la participation des salariés dans le conseil renforcerait l'efficacité du système de gouvernance. Elle peut leur permettre de faire respecter les promesses que les dirigeants leur ont faites (AOKI, 1990) et, selon SMITH (1991), elle favorise la réduction de l'asymétrie d'information supportée par les actionnaires externes et concourt ainsi à limiter :

- la propension qu'ont les dirigeants à se désigner eux-mêmes comme étant « la principale source de productivité et d'innovation » dans l'entreprise, et à justifier ainsi l'accroissement de leurs rémunérations et l'obtention de nouvelles promotions ou avantages, au détriment de la richesse (ou de l'utilité) des salariés et des actionnaires ;
- les conflits provenant des divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants, l'âge moyen des salariés étant inférieur à celui des dirigeants et leur espérance de durée de vie dans la firme étant en général supérieure ;
- la dissimulation ou la manipulation d'informations spécifiques par les dirigeants concernant aussi bien leur niveau de compétence et d'effort, que celles afférentes aux décisions managériales.

Ainsi, les salariés pourraient contrecarrer les stratégies d'enracinement des dirigeants. (DESBRIERES, 2002).

Enfin, LA BRUSLERIE (2001) parle de « double aléa moral » pour qualifier la relation singulière qui existe entre les actionnaires salariés et les dirigeants. Chacun d'eux étant à la fois dans une situation de contrôleur et de contrôlé. Une telle situation permet non seulement de renforcer les mécanismes

de contrôle mais aussi d'aligner les intérêts des actionnaires externes sur ceux des actionnaires salariés. L'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants s'en trouve ainsi réduite (SMITH, 1991).

- Les risques de leur participation au conseil d'administration

Les arguments qui s'opposent à la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration sont, malgré les premières conclusions, inspirés également de la théorie de l'agence (DESBRIERES, 2002). Cette dernière désigne le conseil d'administration comme l'institution permettant la régulation des conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants. Les administrateurs représentant l'ensemble des actionnaires, un salarié actionnaire ne devrait alors siéger au conseil que dans la mesure où il est actionnaire sans pour cela représenter l'actionnariat salarié. L'argument est que chaque administrateur ne peut représenter les intérêts d'un groupe de parties prenantes.

Mais la critique majeure formulée à l'encontre de la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration tient à leur indépendance vis-à-vis des dirigeants.

Une telle collusion peut nuire aussi bien au contrôle interne exercé par le conseil d'administration qu'au contrôle externe provenant du marché des prises de contrôle. Les actionnaires salariés peuvent en effet refuser d'apporter leurs titres à une offre publique d'achat. Pour obtenir leur soutien, les dirigeants peuvent leur accorder des avantages.

De plus, HOLLANDTS souligne que l'actionnariat salarié, même s'il diminue l'asymétrie d'information, entretient toutefois trois types d'inefficiences, liées au fait d'accorder des droits de propriété aux salariés :

- entre actionnaires salariés et salariés (asymétrie d'information) ;
- entre actionnaires salariés et autres actionnaires (asymétrie d'information) ;
- entre actionnaires salariés et dirigeants (enracinement des dirigeants).

• **Le salarié a-t-il un réel pouvoir ?**

Selon Lubomira ROCHET, malgré les mesures législatives prises pour assurer la participation du salarié à la gestion de l'entreprise, les faits restent encore très inégaux. Les entreprises informent généralement bien leurs actionnaires salariés mais ils restent encore très peu consultés pour les décisions stratégiques.

Le droit de vote détenu par le salarié actionnaire est encore faiblement utilisé aux assemblées générales, surtout lorsque celui-ci est exercé individuellement.

Ces faits traduisent véritablement le refus de la plupart des entreprises d'ouvrir le débat sur la participation des salariés aux organes dirigeants et à la gestion de celles-ci.

## **b. Les changements dans la gouvernance d'entreprise impliqués par l'actionnariat salarié**

Selon HOLLANDTS, l'impact sur la gouvernance d'entreprise dépend essentiellement du contexte national : en effet, celui-là est quasiment inexistant dans les pays anglo-saxons, mais il est mitigé en France.

Le sentiment de propriété développé par les actionnaires salariés induit certaines attentes concernant leurs droits et leurs responsabilités (PIERCE et alii, 1991, 2001).

Deux types de mécanismes d'influence sont à la disposition des actionnaires salariés :

- « intentionnels spécifiques » comme les Assemblées Générales, Conseils d'Administration ou de Surveillance... ;
- « spontanés non-spécifiques » comme le dialogue interne, la médiatisation...

Toutefois, l'influence des actionnaires salariés est souvent perçue comme négative et limitée (BRILLET et d'ARCIMOLES, 2002), étant donné la hausse des coûts liée à leur participation au processus de décision.

Les associations d'actionnaires salariés demeurent le moyen le plus courant pour les actionnaires salariés de se faire entendre du fait de la création d'une entité identifiée.

## **c. L'actionnariat salarié comme ancrage des dirigeants**

### **• Théorie de l'enracinement des dirigeants**

Avant d'analyser l'impact de l'actionnariat salarié sur l'ancrage des dirigeants, tentons tout d'abord de comprendre ce phénomène traité par ALEXANDRE et PAQUEROT (2000) dans leur Théorie de l'enracinement des dirigeants.

Selon eux, les mécanismes de contrôle mis en place par les actionnaires sont peu efficaces lorsqu'il s'agit de contraindre les dirigeants à gérer l'entreprise conformément à leurs intérêts. En effet, ceux-ci usent facilement de stratégies de contournement.

L'actionnariat salarié ou la détention d'actions par les salariés de l'entreprise apparaît donc comme un véritable mécanisme de l'enracinement des dirigeants.

L'actionnariat salarié place un pourcentage de capital plus important entre les mains du dirigeant et les droits de vote des actionnaires salariés étant susceptibles de s'exprimer contre une OPA, on peut

en déduire que ces plans sont sources d'enracinement du Top management. Mais la réussite de ces stratégies d'enracinement dépend principalement de la relation qui existe entre les actionnaires salariés et les dirigeants (DESBRIERES, 1997).

La réaction du marché, qui est le plus souvent négative quand l'annonce d'une mise en place d'un plan d'actionnariat salarié fait suite à une tentative de prise de contrôle, atteste de la prise de conscience par rapport à l'existence des stratégies d'enracinement des dirigeants (CHANG, 1992).

TREBUCQ (2002) soutient également dans son étude sur les entreprises familiales l'hypothèse selon laquelle l'actionnariat salarié permettrait l'enracinement des gérants de ces firmes. Les actionnaires salariés constitueraient ainsi une « clientèle actionnariale stable, captive et dépendante par excellence ».

Les résultats de plusieurs études empiriques semblent démontrer l'instrumentalisation de l'actionnariat salarié à des fins d'enracinement. Cette hypothèse est confirmée par le point de vue des dirigeants eux-mêmes qui admettent que ces types de participations sont un moyen efficace d'échapper à des prises de contrôle hostiles (COB-ALTEDIA, 1999).

- **L'actionnariat salarié comme mécanisme de défense par rapport aux OPA**

Apparue en France au cours des années 1960, l'offre publique d'achat consiste pour un investisseur à faire connaître aux actionnaires d'une société cotée une offre d'acquisition de leurs titres à un prix supérieur au cours de bourse.

Ce phénomène est fréquemment vécu comme une agression extérieure par les sociétés visées.

Soucieux de sauvegarder l'indépendance de leur société, les dirigeants sociaux et les actionnaires doivent s'assurer de l'efficacité des défenses qu'ils comptent mettre en œuvre. Celles-ci doivent, d'une part, être susceptibles de décourager le lancement d'une offre ou de provoquer l'échec de celle-ci et doivent, d'autre part, être suffisamment efficaces pour contraindre l'initiateur à améliorer les conditions de son offre, notamment en proposant aux actionnaires une prime supérieure, en s'engageant à ménager une certaine indépendance de la société en cas de prise de contrôle, ou même en consentant à préserver la situation des membres de la société acquise.

Il existe des mesures défensives relativement efficaces tendant à la sauvegarde du capital de la société cible d'une offre publique. L'actionnariat salarié est l'une de ces solutions car il permet aux opposants à l'offre de tenter de fidéliser et de fédérer l'actionnariat.

Il peut être utilisé comme une technique anti-OPA car les employés d'une entreprise ont en effet tendance à s'opposer aux prises de contrôle dont ils peuvent être les victimes si elles supposent des licenciements. SHIVDASANI (1993) et BEATTY (1995) ont d'ailleurs montré que les ESOP réduisaient la probabilité d'une prise de contrôle. Cette technique peut d'ailleurs être considérée comme étant la plus efficace : le fait que la présence d'un plan d'actionnariat salarié diminue l'utilisation d'autres armes anti-OPA en est d'ailleurs une preuve probante (PARK et SONG, 1995).

L'actionnariat salarié constitue ainsi un bouclier anti-OPA au profit de l'emploi, mais la Fédération FO de la Métallurgie rappelle que cette thèse relève aussi que les dirigeants peuvent être soupçonnés d'instrumentaliser l'actionnariat salarié pour se protéger eux-mêmes.

- **Médiation entre dirigeants et salariés**

Dans sa critique de la thèse de HOLLANDTS, la Fédération FO de la Métallurgie rappelle que l'actionnariat salarié peut avoir un effet médiateur entre dirigeants et actionnaires non salariés. Cela est un bénéfice non négligeable puisque il a été démontré que les entreprises ayant développé un actionnariat salarié survivraient en moyenne plus longtemps. Elles auraient en effet 20 % de chances supplémentaires de survie par rapport aux autres firmes.

#### **d. Le risque de dilution mécanique**

En termes de gouvernance d'entreprise, on ne peut oublier de voir l'aspect dilutif de l'actionnariat salarié. Le maintien de la part du capital social de l'entreprise détenue par les salariés se heurte à un double risque de dilution, à savoir :

- la revente de leurs titres par les salariés à la fin de la période de blocage (ou même avant, en cas de déblocage anticipé) ;
- la dilution liée aux augmentations de capital. On constate en effet que les actionnaires salariés, dans ce cadre, n'exercent que faiblement leur droit préférentiel de souscription, sans doute du fait de l'absence d'incitation financière.

## 2. Les théories

### a. L'actionnariat salarié créateur de performance de l'entreprise par la motivation du salarié : résultats des travaux de Xavier HOLLANDTS

- **La satisfaction de l'actionnaire salarié**

C'est en générant de la satisfaction auprès du salarié que l'actionnariat salarié aide à l'amélioration de la performance économique. Pour étayer cette hypothèse, KLEIN (1987) propose trois modèles explicatifs (non exclusifs) de la satisfaction et de l'attitude au travail des actionnaires salariés.

- *Le modèle de satisfaction extrinsèque* : l'actionnariat salarié représente un gain financier et agit de ce fait de manière positive sur la satisfaction des salariés concernés. Celle-ci provient d'une part, de la période de souscription au plan et, d'autre part, des périodes suivantes au cours desquelles leur patrimoine s'accroît.

Ceci est une véritable dynamique vertueuse dans le sens où la performance de l'entreprise multiplie la motivation des employés, qui accroît la productivité, qui elle-même se décline en amélioration de la performance.

- *Le modèle de satisfaction instrumentale* : l'actionnariat salarié représente la possibilité pour les employés de participer au processus de prise de décision et de contrôle. L'engagement des salariés s'en trouve accru, du fait d'un meilleur accès à l'information notamment.

Toutefois, la véracité empirique de ce modèle est limitée, surtout lorsque les salariés ne se sentent pas réellement propriétaires de l'entreprise.

- *Le modèle de satisfaction intrinsèque* : l'actionnariat salarié améliore l'implication organisationnelle et la satisfaction des salariés envers leur entreprise. Il crée une « communauté d'intérêts ».

Cependant, les différentes études destinées à tester ce modèle produisent des résultats contrastés.

Ainsi, la propriété est au cœur du modèle intrinsèque de la satisfaction : en effet, plus les actionnaires possèdent une part importante du capital, plus ils sont satisfaits. De plus, les conditions et la récompense financières (modèle extrinsèque) sont également des causes de satisfaction. C'est donc la principale raison de la diminution du turn-over.

Les modèles de satisfaction extrinsèque et instrumentale fournissent avec justesse le mécanisme de satisfaction des actionnaires salariés puisqu'ils obtiennent des résultats empiriques concluants.

**La satisfaction des actionnaires salariés résulte ainsi de l'association de spécificités personnelles et des spécificités du plan.**

- **Effets organisationnels de l'actionnariat salarié sur l'individu**

Dans leur article Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises, Charles-Henri D'ARCIMOLES et Stéphane TREBUCQ répertorient trois hypothèses qui permettent d'expliquer le lien entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise. En effet, l'actionnariat salarié favorise la coopération entre les salariés (WEITZMAN et KRUSE, 1990), l'effort et l'engagement individuel par l'information et la sensibilisation aux enjeux économiques (MITCHEL et al, 1990 ; KRUSE, 1992) et augmente l'identification et le sentiment d'appartenance à l'entreprise (CANNELL et WOOD, 1992).

HOLLANDTS avance d'autres arguments qui vont finalement dans le même sens. Ainsi, il remarque que les taux de turnover sont significativement plus faibles (BUCHKO, 1992-1993, FAKHFAKH, 2004) et que les taux d'absentéisme sont nettement plus bas (BROWN et FAKHFAKH, 1999). Yves de KERDREL souligne d'ailleurs ce dernier argument en montrant que d'après une étude auprès de 127 sociétés françaises, le taux d'absentéisme dans les entreprises dotées d'un actionnariat salarié serait en recul de 14% face à un taux d'absentéisme moyen dans les entreprises en général de 10%.

Ensuite, plusieurs théories mettent en avant le fait que l'actionnariat salarié développe la motivation (PIERCE et ROGERS, 2004), l'implication (MEYER et ALLEN, 1991-1997) et de sentiment de propriété psychologique (PIERCE, KOSTOVA, DIRKS, 2001), tous ces phénomènes étant bénéfiques sur la performance de l'entreprise.

- **Effets organisationnels de l'actionnariat salarié au niveau global**

Au-delà de la réduction observée du turnover et de l'absentéisme, les effets identifiables de l'actionnariat salarié liés à la dynamique organisationnelle sont nombreux, et concernent :

- la création d'un « but commun », facteur de cohésion sociale (IGALENS, 2000) et générateur de loyauté envers l'entreprise (LONG, 1980) ;
- la création d'un sentiment de propriété psychologique (on parle aussi d'actionnariat psychologique) ;
- l'amélioration de la performance des salariés, effective lorsque l'actionnariat salarié s'accompagne de la mise en place d'un nouveau système de partage et de participation à la prise de décision (LONG, 1979) ;
- ainsi que l'accélération du processus de changement organisationnel (BARTKUS, 1997).

La théorie de l'agence souligne que l'actionnariat salarié est à même de permettre aux salariés d'accroître et de préserver leur capital humain tout en laissant le soin à l'entreprise de maintenir son avantage compétitif et la valeur du capital humain qu'elle a contribué à créer (DESBRIERES, 1997). Dans ce contexte, l'adoption de formules d'actionnariat salarié peut constituer une solution peu coûteuse et efficace pour favoriser le développement d'une coopération entre les parties prenantes (AOKI, 1984 ; MARENS et al, 1999) puisqu'il s'agit d'un mécanisme d'incitation à la performance qui permet la représentation des salariés dans les organes de décision et de contrôle de la firme.

La pratique de l'actionnariat révèle donc 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. Ainsi, la mise en place d'un actionnariat salarié, en réduisant les conflits entre salariés et dirigeants, limite les coûts d'agence et contribue donc à la pérennité des entreprises (DESBRIERES, 1997).

Enfin, FITZROY et KRAFT (1987) montrent que l'actionnariat salarié limite les comportements de « passager clandestin », qui consistent à ne pas modifier son comportement opportuniste tout en profitant d'une partie de l'enrichissement produit par les efforts des autres salariés. En effet, l'actionnariat salarié accroît les multiples interactions existant entre les salariés en favorisant une collaboration entre eux et un contrôle mutuel efficace, entraînant des gains de productivité.

Ainsi, HOLLANDTS observe que les effets bénéfiques de l'actionnariat salarié, suite au développement de nouveaux comportements, participent à l'amélioration de la performance économique et organisationnelle de l'entreprise. Il le définit même comme « une structure d'incitations individuelles et collectives qui contribue à améliorer la performance de l'entreprise tout en permettant une redistribution élargie des profits et une implication plus forte des actionnaires salariés dans la prise de décision. ».

DESBRIERES, quant à lui, souligne le fait que l'actionnariat salarié est un outil utile pour réunir les trois objectifs des firmes cités par LIEBESKIND (2000). Ce dernier insiste en effet sur l'importance, pour toute firme caractérisée par une forte intensité en capital humain de la mise en place de mécanismes incitatifs, de manière à :

- attirer des salariés hautement qualifiés ;
- les amener à développer leur capital humain ;
- et retenir ces employés sur une durée suffisante afin de bénéficier de la production de ce capital humain en termes de droits de propriété intellectuelle et de produits commercialisés.

Or, l'actionnariat salarié est une formule qui va dans ce sens.

Ainsi, les effets de l'actionnariat salarié sont à la fois « micro-organisationnel » (individuel) et « macro-organisationnel » (entreprise).

## b. Impact de l'actionnariat salarié sur la performance globale de l'entreprise

- **L'actionnariat salarié, un type de propriété créateur de performance ?**

D'après HOLLANDTS, le degré d'efficacité d'une entreprise dépend de la forme de la propriété :

- la plus efficiente semble être la propriété privée, associée à l'entreprise individuelle dirigée par le fondateur (BAUDRY, 2003), ce qui exclut a priori les entreprises avec actionnariat salarié ;
- la moins efficiente semble être la propriété publique (l'Etat).

Ainsi, l'impact de l'actionnariat salarié en tant que forme de propriété sur le niveau d'efficacité de l'entreprise semble ambigu.

- **L'actionnariat salarié et son impact sur les performances comptables**

- ***L'actionnariat salarié est lié négativement à la performance de l'entreprise***

Le tableau ci-dessous résume deux théories fondées sur des études qui soutiennent cette thèse.

LIVINGSTON et HENRI (1980)	Etude menée sur la période 1967-1976 ; les ratios de profitabilité de 51 entreprises avec un ESOP sont inférieurs à ceux du groupe de contrôle.
FALEYE et ALII (2006)	Etude menée sur la période 1995-2001 ; 226 entreprises avec plus de 5% de capital détenu par les salariés ont été comparées à 188 entreprises en ayant moins de 5%. Au-delà de 5%, l'entreprise est moins performante.

- ***L'actionnariat salarié n'a pas d'effet sur la performance***

Peu d'études ont été réalisées en France et les résultats obtenus par VAUGHAN-WHITEHEAD (1992) n'ont pas montré d'incidence significative de l'actionnariat salarié sur la rentabilité financière et le chiffre d'affaires.

Synthèse des thèses soulignant ce résultat :

"General Accounting Office" américain (GAO, 1987)	Aucun effet n'a été observé sur la profitabilité des entreprises, quels que soient la taille et le type de plan instauré.
BORSTADT et ZWIRLEIN (1995)	Etude menée sur la période 1973-1986 ; 85 entreprises ayant mis en place un ESOP ont été comparées à un échantillon de contrôle.
BLASI et ALII (1996)	562 entreprises américaines avec plus de 5% du capital détenu par les salariés ont été comparées à un échantillon de contrôle de 4 716 entreprises. Les niveaux de profitabilité sont semblables mais la rentabilité est supérieure pour les plus petites entreprises.
LOUGEE (1999)	Aucune différence n'a été observée entre les entreprises avec actionnariat salarié et celles sans.

- ***L'actionnariat salarié est lié positivement à la performance de l'entreprise***

Si l'on retient les indicateurs usuels de rentabilité économique ou de productivité du personnel (valeur ajoutée ou chiffre d'affaires par employé), les gains observés sont en moyenne de 3 à 6% par an (ESTRIN et al, 1987 ; KAUFMAN, 1992 ; KRUSE, 1993).

CONTE et TANNENBAUM (1978) ont été les premiers à souligner l'existence d'un lien entre actionnariat salarié et résultat avant impôt. D'après eux, les firmes dotées d'un actionnariat salarié sont une fois et demie plus rentables que les autres.

WAGNER et ROSEN (1985) ont d'ailleurs confirmé cette corrélation en montrant que les entreprises ayant des actionnaires salariés dépassaient les autres entreprises en termes de croissance des ventes, de marge opérationnelle et de rentabilité financière.

De la même manière, D'ARCIMOLES et TREBUCQ (2003) ont constaté une amélioration de la performance des entreprises dotées d'actionnariat salarié, en matière de ROE et ROI, ainsi qu'une variabilité moins forte de leur rentabilité financière.

La thèse de VAUGHAN-WHITEHEAD (1992) a souligné que l'actionnariat salarié en France avait une influence positive sur la valeur ajoutée dégagée par chaque employé.

Enfin, certaines études montreraient une plus grande résistance des entreprises ayant un plan d'actionnariat salarié aux aléas de la conjoncture. D'après BLAIR et al. (2000), ces firmes avaient 20 % de chances supplémentaires de survivre sur la période 1983-1995. BLASI et KRUSE ont confirmé ces résultats pour la période 1988-1999.

*Synthèses des thèses soulignant ce résultat :*

CONTE et TANNENBAUM (1978)	Le niveau de profitabilité croît avec le niveau d'actionnariat salarié.
MARSH et MAC ALLISTER (1981)	Sur un échantillon de 229 entreprises, la productivité des entreprises avec actionnariat salarié croît de 0.75% par an tandis que celles sans ont une productivité décroissante.
FITZROY et KRAFT (1987)	La productivité et la performance financière sont améliorées.
OSWALD et JAHERA (1991)	Il existe une corrélation positive entre « actionnariat interne » et performance financière.
KUMBHALAR et DUNBAR (1993)	Etude menée sur la période 1982-1987 ; sur 123 entreprises, les auteurs ont constaté un accroissement des ventes.
PARK et SONG (1995)	Le ratio ROA est amélioré au cours des trois années suivant la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié.
MEHRAN (1999)	Etude menée sur la période 1971-1995 ; sur 382 entreprises, celles dotées d'un ESOP observent une performance boursière cumulée de 7% supérieure à celles sans ESOP.
WELBOURN et CYR (1999)	L'actionnariat salarié réservé seulement aux dirigeants est corrélé négativement à la

	performance alors que lorsqu'il est généralisé, les effets sur la performance sont positifs.
IQBAL et HAMID (2000)	L'étude de l'évolution du cours de bourse d'entreprises avec et sans ESOP montre que celui-ci augmente ou baisse fortement, la performance de l'entreprise croit de manière conséquente.
DONDI (1992)	Existence d'un effet de seuil (10% de capital détenu par les salariés).
TREBUCQ et D'ARCIMOLES (2002)	Etude menée sur un échantillon d'entreprises françaises cotées.

Mais, l'impact de l'actionnariat salarié semble temporaire. PUGH et al. (2000) observent une influence limitée et de court terme de l'actionnariat salarié sur les rentabilités économique et financière ainsi que sur le résultat net.

D'après DONDI (1992), la rentabilité financière évoluerait jusqu'à ce que le pourcentage de capital détenu par les salariés atteigne 10 %. A partir de ce seuil, elle décroîtrait. De même, HOLLANDTS souligne que JONES et KATO (1993, 1995) ainsi que FROHLICH et ALII (1998) ont admis une amélioration de la productivité entre 4 et 5%, mais cela uniquement pendant les trois années qui suivent la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié.

⇒ ***L'actionnariat salarié et performance : synthèse***

Ainsi, on peut souligner que l'actionnariat salarié ne semble **efficace que lorsqu'il est intégré dans une politique active de participation**. Il ne semble en effet **pas avoir d'impact s'il est instauré isolément**. Cela a d'ailleurs été confirmé par le General Accounting Office (GAO) américain (1987) puis par WINTHER et al.

HOLLANDTS synthétise ces analyses en soulignant que les entreprises à actionnariat salarié :

- semblent plus performantes, pérennes et en mesure de rester indépendantes plus longtemps ;
- valorisent les ressources humaines (emploi et stabilité) qui s'apparentent à un « moteur organisationnel » stabilisateur, contribuant ainsi à la pérennité de l'organisation ;
- observent l'instauration d'une dynamique vertueuse en matière de performance.

- **Actionnariat salarié et productivité**

Yves DE KERDREL, dans son travail universitaire mené outre-Atlantique sur un échantillon de 343 paires d'entreprises (dont certaines avaient mis en place un actionnariat salarié et d'autres non) a montré que les premières voyaient leur productivité par employé augmenter immédiatement de 2,3%.

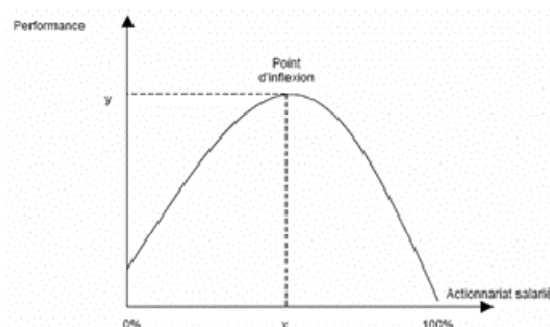
Dans leur étude réalisée sur les entreprises américaines ayant un plan d'actionnariat salarié, KRUSE et BLASI (1997) constatent qu'il existe un écart moyen de productivité de 6,2 % entre celles-ci et les firmes qui n'ont de tels plans. Mais ces auteurs ont également démontré dans une seconde étude que le lien entre actionnariat salarié et productivité n'était pas si naturel : il existerait en effet dans les firmes japonaises et dans les petites sociétés américaines mais il ne serait plus présent dans les entreprises où il est en place depuis de nombreuses années. De tels résultats s'expliquent par la culture d'entreprise japonaise qui tend à créer un environnement participatif où l'actionnariat salarié s'accompagne d'autres pratiques de participation aux décisions. De plus, en tant qu'incitation collective, l'actionnariat salarié apparaît plus efficace lorsqu'il est appliqué dans de petites structures.

Toutefois, la grande majorité des études ne permettent pas de dégager de tendances marquées. C'est pourquoi, KRUSE et BLASI ont finalement conclu qu'il n'existait **pas de lien automatique entre actionnariat salarié et productivité** même si peu d'études constatent que l'actionnariat salarié aurait effectivement un impact négatif sur la productivité.

- **La thèse de Xavier HOLLANDTS**

Xavier HOLLANDTS présente, dans sa thèse intitulée Les effets de la participation des salariés sur la performance des entreprises - Tests empiriques et proposition de modèle théorique, l'idée d'une représentation curvilinéaire de la performance des entreprises en fonction de la participation des salariés.

Cette courbe en U inversé connaît un point d'inflexion de la courbe se situant à 28 % de participation des salariés au capital.



Ainsi, selon Xavier HOLLANDTS :

- jusqu'à 28 %, la performance de l'entreprise croît avec l'actionnariat salarié,
- au-delà de 28 %, la performance de l'entreprise serait pénalisée par l'actionnariat salarié.

Ce taux est une valeur empirique. En outre, il varie selon la forme juridique de l'entreprise, la répartition de son capital (flottant/noyau dur) et la concentration de l'actionnariat salarié (plus ou moins grand nombre de salariés pour une même pénétration du capital).

#### **En phase ascendante :**

L'actionnariat salarié répond à un sentiment psychologique de l'actionnaire salarié qui provient du besoin de posséder un territoire ainsi qu'à un effet d'attachement, vraisemblablement développé par l'intérêt porté au cours de l'action détenue.

Le conflit d'intérêt entre salariés, actionnaires non salariés et dirigeants est faible. Il y a un intérêt commun à la réussite de l'entreprise qui renforce la cohésion sociale en créant un but commun.

L'actionnaire salarié a peu d'attente en termes de contrôle de l'entreprise. En outre, il ne croit pas en sa capacité à peser sur les décisions. Ainsi, plus de 90% des salariés n'exercent pas leur droit de vote aux Assemblées Générales.

Les placements sur un PEE, souvent abondés, sans droit d'entrée et sans frais de gestion, apparaissent largement plus attractifs que l'offre du marché (banques, assureurs).

L'absentéisme et le turnover baissent significativement et la productivité s'accroît de 4 à 5%.

En cas de baisse du cours de l'action, jusqu'à un effet de seuil de 10 % du capital, les salariés réagissent en effectuant davantage de travail.

A partir du seuil de 10 %, l'effet positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise augmente avec l'ancienneté des adhérents.

#### **En phase descendante :**

L'actionnariat salarié, mieux informé grâce à sa participation au Conseil de l'entreprise, peut agir de façon opportuniste au détriment des autres intervenants et, à terme, de l'entreprise et de sa pérennité.

A titre personnel, l'actionnaire salarié souhaite des retombées rapides de son investissement. Toutefois, il peut se comporter en passager clandestin, en se reposant sur les efforts des autres salariés.

Les décisions de l'actionnaire salarié, prises dans une optique court-termiste et parfois malgré des compétences limitées, peuvent déstabiliser la direction des entreprises et rendre la position des dirigeants instable, ce qui n'est pas toujours positif.

L'actionnariat salarié réduit le pouvoir de coercition des dirigeants envers les salariés qui, s'il n'est pas compensé notamment par plus de transparence de l'information et de communication, peut réduire la motivation au travail.

Ainsi, la Fédération européenne de l'actionnariat salarié annonce que l'impact de ce type de participation sur la performance de l'entreprise est désormais « mesurable et fort » : les résultats de la firme augmentent alors de 2% par an. Mais, toujours selon la Fédération européenne de l'actionnariat salarié, il faut pour cela, **combiner actionnariat salarié et management participatif, l'actionnariat salarié à lui seul ne suffisant pas.**

- **Actionnariat salarié et dynamique organisationnelle : les conditions de la performance économique**

L'étude du NCEO (ROSEN et al, 1996) met en relief l'éventail des possibilités de motivation de l'actionnariat salarié. Elles seraient de trois sortes : financières, participatives et managériales. Ainsi, le seul statut d'actionnaire ne serait pas suffisant pour améliorer la performance des salariés.

L'actionnariat salarié est perçu comme un instrument de cohésion et de stabilité et peut être considéré comme un déterminant du capital social, suivant le modèle de capital organisationnel de LEANA et VAN BUREN (1999). Ces derniers soulignent l'existence d'une relation significative et positive entre le capital social et l'aptitude de l'organisation à faciliter l'engagement et l'implication des employés, à gérer l'action collective et à développer le capital social. Ainsi, cette théorie mettrait en avant la contribution économique de l'actionnariat salarié accompagné d'une dynamique organisationnelle.

De plus, du fait de la poursuite d'intérêts communs, on a tendance à observer une amélioration de la réactivité des salariés favorisant une plus grande stabilité de la performance économique et financière. Cependant, cette diminution du risque global de l'entreprise se fait malgré l'absence d'une nécessaire diminution du risque de marché. (D'ARCIMOLES et TREBUCQ, 2003).

Enfin, HOLLANDTS note que, lorsque les intérêts des actionnaires salariés sont alignés sur ceux des autres actionnaires, on observe alors une amélioration de la performance tant financière qu'organisationnelle.

### **c. Le cas particulier des entreprises familiales**

Selon TREBUCQ (2002), la présence d'un actionnariat salarié dans le capital d'une entreprise familiale ne semble pas déterminante de la création de valeur de celle-ci. Mais celui-ci admet que ce n'est

peut être que le fait de la période qu'il a étudié. De plus, en favorisant l'enracinement de la famille, l'actionnariat salarié participe sans doute à la conservation de l'aspect familial de l'entreprise et donc à la continuation de sa surperformance par rapport aux entreprises non familiales.

#### **d. L'actionnariat salarié, une source de fonds pour l'entreprise**

Dans son rapport, Jean CHERIOUX rappelle que l'actionnariat salarié a de multiples avantages pour l'entreprise, en matière de structure bilancielle et de financements. En effet, il permet de renforcer les fonds propres de l'entreprise et de soutenir les sociétés en croissance.

- **Renforcer les fonds propres**

Les entreprises françaises souffrent toujours d'une insuffisance de fonds propres, qui fragilise leur croissance. Pour remédier à cette carence, il est nécessaire de favoriser l'épargne à long terme, investie en actions.

L'actionnariat salarié est en mesure d'apporter des réponses à cette situation. Il fournit d'abord un actionnariat nouveau et stable. De plus, il peut constituer un moyen d'inciter les entreprises non cotées à entrer sur le marché. L'actionnariat salarié est en effet plus facile à mettre en œuvre dans les sociétés cotées car il assure au salarié une réelle liquidité des titres. On constate d'ailleurs que la mise en place de telles opérations s'accompagne fréquemment d'une inscription à la cote. Dès lors, les entreprises peuvent accéder plus facilement aux capitaux et renforcer leurs fonds propres.

- **Soutenir les entreprises de croissance**

L'innovation technologique est aujourd'hui un moteur essentiel de la croissance donc de l'emploi. La création d'entreprises innovantes devient donc une nécessité.

Mais les PME innovantes rencontrent des difficultés de financement, liées au faible développement du capital risque en France et à la difficulté d'accéder au marché du crédit et à celui des capitaux, et des difficultés de recrutement liées à la fragilité des entreprises naissantes et à leurs rémunérations rarement compétitives.

L'actionnariat salarié peut apporter des éléments de réponse à ces difficultés :

- il peut constituer un " salaire différé " susceptible de compenser la faiblesse initiale des rémunérations. En redistribuant des actions à ses salariés, une entreprise naissante peut ainsi attirer un personnel de qualité, sensible aux perspectives de plus-values ultérieures ;

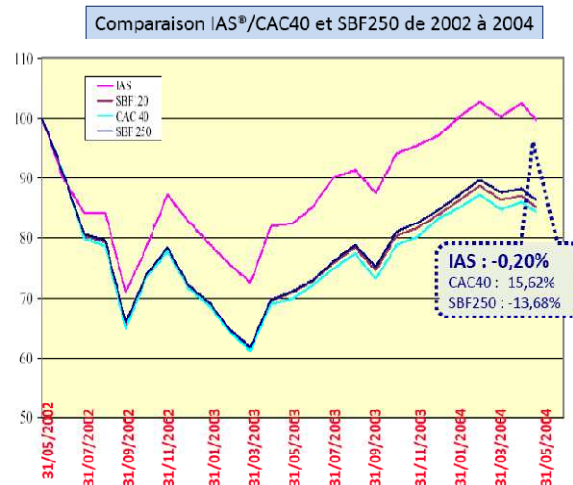
- il peut également constituer un moyen de financement complémentaire pour ces entreprises. Face aux réticences des investisseurs extérieurs, les salariés, s'ils ont confiance en l'avenir de leur entreprise, peuvent choisir d'acquérir des actions de cette dernière et contribuer ainsi à son financement et à son développement.

### e. L'actionnariat salarié et son impact sur la valeur boursière de l'entreprise

En dépit des effets positifs que l'on a remarqués ci-dessus, l'actionnariat salarié ne semble pas être créateur de valeur boursière (D'ARCIMOLES et TREBUCQ, 2003). En effet, les coûts d'information, de gestion et de rémunération engagés par ce dispositif absorbent la totalité des gains de productivité. De plus, en favorisant l'enracinement des dirigeants et des managers (cf. graphique ci-après), l'actionnariat semble n'être qu'un outil de défense de la direction en place et non un outil de création de valeur.

En outre, les études présentent des résultats peu significatifs du fait de leurs résultats contradictoires.

Certes, l'indice américain ACAS des 350 entreprises américaines possédées à plus de 10% par leurs salariés indique que celles-ci sont bien plus performantes que la moyenne du marché (170% entre 1992 et 1998 pour l'indice ACAS contre 143% pour le Dow Jones et 152% pour le SP 500). De la même manière, l'indice français IAS a progressé, entre 1990 et 2001, de 227% contre 177% pour l'indice SBF 250. Mais le lien de causalité n'est nullement prouvé : en effet, **c'est peut-être le fait d'être performante qui incite une entreprise à mettre en place un actionnariat salarié comme protection.**



Source : [www.fas.asso.fr](http://www.fas.asso.fr) (Fédération Française des Actionnaires Salariés et des Anciens Salariés)

MEHRAN (1999) observe cependant une réaction positive de la part des marchés à l'annonce de la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié (ESOP dans son étude) : en effet, il note que 60% des entreprises dotées d'un PAS enregistre une augmentation de leur cours boursier dans les deux jours suivant l'annonce de la mise en place du plan, pour un gain moyen de 1,6%.

La peur de l'enracinement des dirigeants conduit cependant à une chute du cours des entreprises au capital dispersé et pouvant faire l'objet d'OPA (CHANG, 1990 ; COLLAT, 1988).

Ainsi, **l'impact de l'actionnariat salarié semble positivement corrélé à la présence d'actionnaires extérieurs** tels que des individuels ou institutionnels (possédants plus de 5% du capital) qui permettent de contrer l'enracinement des managers car ces firmes paraissent mieux contrôlées (WINTER, 1995).

Enfin, DAVIDSON et WORELL (1994) montrent que l'effet positif créé par la mise en place du plan se nivelle avec le temps : en moyenne, l'entreprise met environ 2 ans pour que l'effet de la mise en place du plan devienne nul.

Ainsi, D'ARCIMOLES et TREBUCQ montre que les effets de l'actionnariat salarié sur le cours de bourse sont mitigés du fait de deux principales causes :

- Les entreprises cotées conçoivent l'actionnariat salarié comme un partage du profit plutôt que comme un dispositif managérial ;
- La part de capital détenu y est souvent faible, diminuant les possibles effets positifs de ces plans.

### III. Notre étude

<b>1. Méthode générale .....</b>	<b>50</b>
<b>2. Aspect qualitatifs.....</b>	<b>53</b>
a. Etude auprès des gérants .....	53
b. Etude auprès des associations d'actionnariat salarié .....	56
c. Etude auprès de chargés en fusion-acquisition .....	58
<b>3. Aspects quantitatifs.....</b>	<b>63</b>
a. Analyse des entreprises de l'indice CAC 40.....	63
b. Analyse SBF 120.....	73
c. La comparaison des indices boursiers nous permettent de compléter notre étude.....	77

## 1. Méthode générale

Nous avons décidé de faire une étude à la fois qualitative et quantitative sur l'actionnariat salarié et sa relation avec la création de valeur de l'entreprise.

Pour cela, nous avons questionné des gérants et des directeurs d'entreprises à la fois non cotées et cotées. Nous nous sommes également intéressées à la perception de l'actionnariat salarié dans le cas d'une vente ou d'une acquisition d'une entreprise : pour cela, nous avons contacté des chargés en fusion-acquisition. Enfin, nous avons interviewé deux membres d'associations d'actionnaires salariés afin de connaître également leur avis. Nous avons connu des difficultés au niveau du taux de réponses des dirigeants d'entreprise et des présidents d'associations. Cependant, le questionnaire a connu un taux de réponse important au niveau des chargés de fusions-acquisitions. Notre base de données a été principalement l'annuaire des anciens de l'EM Lyon, excepté pour les présidents d'associations que nous avons contactés directement par les adresses laissées sur Internet.

Du point de vue quantitatif, nous avons utilisé des extractions de la base Diane au niveau du CAC 40 et du SBF 120. Nous avons également eu recours aux données distribuées par l'Insee, la DARES et l'AMF. Les méthodes sont vues plus en détail dans la partie concernée.

Nous avons choisi de nous appuyer également sur des études empiriques précédentes afin de confirmer ou de nuancer nos résultats.

### a. Etudes choisies pour accompagner notre analyse :

*(Les titres ne sont pas ceux donnés aux études par leurs auteurs)*

- **Etude du NCEO aux Etats-Unis**

L'étude du NCEO, National Center for Employee Ownership (Centre National pour l'Actionnariat Salarié) a permis d'observer l'impact des plans de stock options sur la performance d'entreprise.

- **L'étude RUTGERS aux Etats-Unis**

Douglas KRUSE et Joseph BLASI de la Rutgers University ont effectué une étude en 2000 sur les plans d'actionnariat salarié aux Etats-Unis (ESOPs) et leur impact sur les résultats des entreprises concernées (production, emploi, productivité et durée de vie).

- **Etude de POUTSMA sur les états membres de l'Union Européenne**

Erik POUTSMA a été le rédacteur d'une étude menée par lui-même, Danial ALBARACCIN, Panu KALMI, Andrew PENDLETON, Stephan TREBUCQ et Eckhard VOSSR sur l'actionnariat salarié dans les états de l'Union Européenne.

- **Etude de D'ARCIMOLES et TREBUCQ en France**

D'ARCIMOLES et TREBUCQ ont réalisé une étude sur un échantillon de 701 entreprises françaises, à partir de la base de données financière Worldscope afin d'observer les performances des entreprises avec actionnariat salarié par rapport aux performances des entreprises sans actionnariat salarié.

- **TREBUCQ, les entreprises françaises et leur relation avec l'actionnariat salarié**

TREBUCQ a étudié pour le compte de l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe les entreprises françaises cotées et leur lien avec l'actionnariat salarié.

- **Etude de TREBUCQ pour les entreprises familiales**

TREBUCQ a analysé l'effet du caractère familial de l'entreprise par rapport à l'actionnariat salarié. Cette étude permet donc de voir comment l'actionnariat salarié agit dans les sociétés familiales.

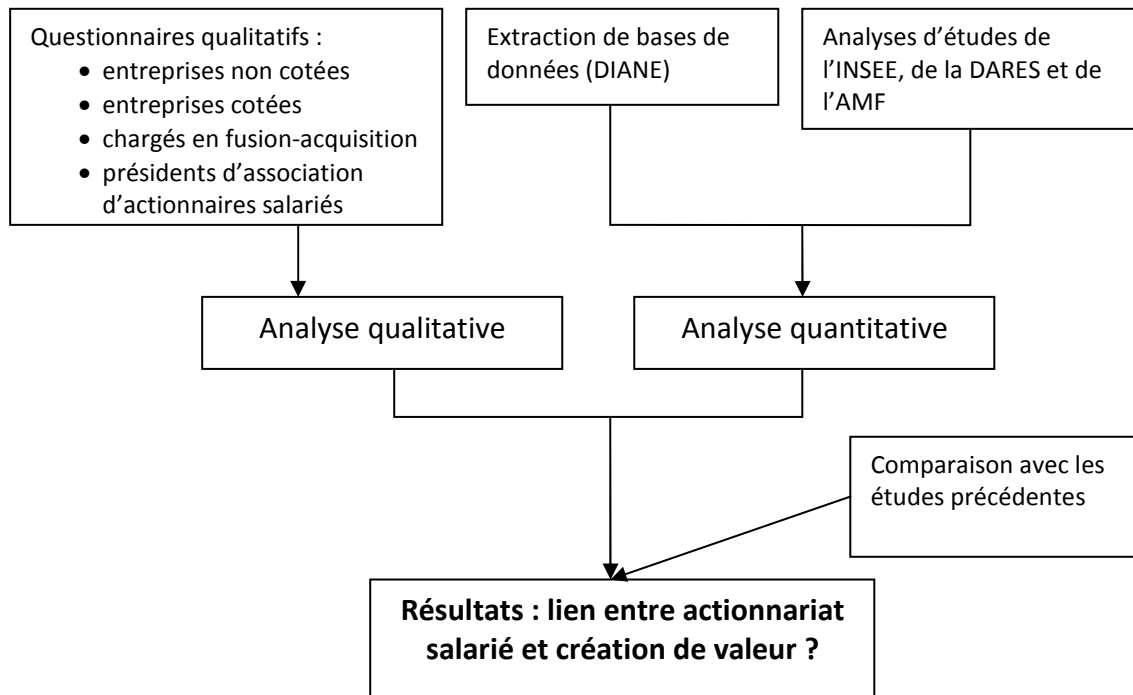
- **Etude de Thierry POULAIN-REHM : actionnariat salarié et création de valeur**

Thierry POULAIN-REHM a étudié l'influence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur.

- **Etude de HOLLANDTS : actionnariat salarié et performance de l'entreprise**

HOLLANDTS a mené son étude à partir d'un échantillon permettant de comparer 62 entreprises avec actionnariat salarié et 90 entreprises non équipées de ce type de plan. Il a choisi de mesurer la performance des entreprises avec le ratio 'price to book' mis en parallèle avec la représentation des salariés et des actionnaires salariés afin de noter si la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise existe.

**b. Résumé de notre méthodologie :**



## 2. Aspect qualitatifs

### a. Etude auprès des gérants

Nous avons mené une enquête auprès de gérants et de directeurs financiers. Il importe toutefois de noter que les réponses apportées varient d'une entreprise à l'autre et sont souvent fonctions de la taille des entités interrogées.

Il convient également de mentionner que sur l'ensemble des entreprises sondées, l'absence de réponse en concerne environ la moitié. De plus, une grande partie des sociétés qui ont répondu ne disposent d'aucun dispositif d'actionnariat salarié.

A partir de notre questionnaire, nous avons pu déduire quelques premières conclusions.

- **La motivation des salariés et la protection du capital**

Toutes les entreprises disposant d'un plan d'actionnariat salarié (PAS) s'accordent pour dire que la principale intention des dirigeants pour la mise en place de ce PAS demeure incontestablement la motivation des salariés. D'ailleurs, le comportement des salariés dans leur travail s'en est ressenti puisque tous les dirigeants ont constaté une augmentation de la motivation de leurs employés, ainsi qu'une légère réduction du turn-over pour certains (20%). Cette première conclusion trouve un écho dans l'étude de D'ARCIMOLES & TREBUCQ qui ont observé que leurs résultats étaient majoritairement en accord avec la théorie de l'agence : ainsi, l'actionnariat salarié engendre une réduction des conflits et des coûts d'agence qui sont source d'amélioration de la performance et confirment donc la thèse de Klein (1987).

Les réponses apportées à notre questionnaire ont continué à aller dans ce sens : ainsi, les gérants et directeurs financiers ont admis que la mise en œuvre d'un PAS est généralement envisagée d'un point de vue humain, le PAS s'apparentant à un très bon levier de management, stimulant l'intégration, la fidélisation et l'implication des équipes. Parmi les dirigeants d'entreprises ne disposant pour l'instant d'aucun actionnariat salarié, nombreux sont ceux qui partagent cet avis et souhaiteraient voir se développer une telle initiative au sein de leur société.

Notons que 75% des entreprises sondées ne conçoivent pas l'actionnariat salarié comme étant un moyen de protéger le capital.

Ces deux premiers points corroborent avec l'étude de POUTSMA sur les états membres de l'Union Européenne. Cette étude récapitule dans un tableau (ci-après), par type de plan d'actionnariat salarié, si les entreprises considèrent que leurs objectifs lors de la mise en place d'un PAS ont été atteints.

Nous retrouvons dans l'analyse de leurs résultats des conclusions similaires à nos deux affirmations précédentes.

Ce tableau ci-dessous présente ainsi les scores obtenus par POUTSMA pour chaque objectif et par type de plan.

	Intéressement	Acquisition d'actions	Stock-options
N=100%	82	70	78
Facteur de performance (indice total des 8 mesures de performance suivantes)	55	31	42
1. productivité	48	20	33
2. attirer des recrues à fort potentiel	46	24	41
3. motivation au travail	59	29	45
4. identification avec l'entreprise	56	37	49
5. satisfaction au travail	49	24	37
6. Comportements et attitudes entrepreneuriaux des employés	43	23	35
7. taux de turnover	17	10	23
8. Valorisation des employés par l'entreprise	55	36	49
Épargne retraite complémentaire	15	14	6
Bénéficiaire d'avantages fiscaux	12	11	14
Lever du capital		13	9
Empêcher les OPA		9	1

Source : Evolution de la participation financière des salariés en Europe, Enquête sur des entreprises répertoriées dans Six Etats Membres Européens, Erik Poutsma

D'après le tableau, l'intéressement est mieux placé pour atteindre les objectifs que les plans d'achat d'options et de stock-options.

En général, les objectifs principalement atteints avec les plans d'actionnariats salariés sont :

- l'amélioration de la motivation au travail
- la favorisation de l'identification avec l'entreprise
- la valorisation du salarié par l'entreprise
- l'attraction de recrues à fort potentiel

En revanche, plusieurs objectifs nécessaires à l'amélioration des performances de l'entreprise ne sont pas atteints :

- la réduction du taux de turnover
- le gain de retraite complémentaire

Plus spécifiquement aux plans d'achat d'options et de stock-options, les objectifs de levée de capital et d'empêchements des OPA ne sont véritablement pas atteints.

- **Les performances économiques**

En matière de performances économiques, l'impact du PAS est mitigé. En effet, si pour 25% des entreprises, les performances économiques n'ont pas été affectées par sa mise en place, 50% des directeurs financiers interrogés considèrent que ses effets sur le chiffre d'affaires (CA) ou l'excédent brut d'exploitation (EBE) existent mais demeurent limités à moins de 5%. Seules 25% des entreprises sondées observent une évolution favorable du CA, de plus de 10%.

Cela va dans le même sens que la thèse d'HOLLANDTS qui valide qu'il existe un lien positif entre la présence d'un actionnariat salarié et la performance de l'entreprise. Mais celui-ci ajoute qu'il faut prendre en compte un effet de seuil dans la relation entre actionnariat salarié et performance. Selon lui, plus la part de capital détenue par les actionnaires salariés est importante, plus cet impact augmente. Son résultat s'oppose cependant aux précédents résultats empiriques sur la question.

Dans tous les cas, les directeurs financiers s'accordent avec l'étude RUTGERS dont la principale conclusion est que ces plans augmentent la production, l'emploi et la productivité de 2.3% à 2.4% par an, par rapport à ce qui aurait été enregistré en absence de plan.

- **La gouvernance d'entreprise**

Au niveau de la gouvernance d'entreprise, les avis sont partagés : 50% des directeurs financiers interrogés ont perçu un changement mais ils ne savent pas le définir précisément. Pour l'autre moitié des sondés, aucune modification n'a été observée à ce niveau.

- **Le financement de projet et la valorisation de l'entreprise**

Globalement, l'argent frais apporté par ce mécanisme constitue un soutien actif à la croissance pour la moitié des répondants, en favorisant notamment le financement d'investissements. Pour l'autre moitié des sondés, le PAS représente un moyen de consolider le passif de l'entreprise en renforçant ses fonds propres et/ou en réduisant sa dette.

POUTSMA remarque pourtant dans son étude que l'actionnariat salarié n'est pas un moyen de financement de projet.

Pour ce qui est de la valorisation de l'entreprise, seules 25% des directeurs financiers interrogés s'accordent pour reconnaître que leur société a effectivement pris de la valeur.

## **b. Etude auprès des associations d'actionnariat salarié**

Nous avons demandé à deux représentants d'associations de salariés actionnaires de répondre à quelques questions afin de mieux cerner leur opinion à ce sujet.

Jean René MARABELLE de Total (AVAS) et Michel RIOUAL d'EDF (EDF EAS) ont eu l'amabilité de nous répondre.

### ***Les salariés actionnaires veulent-ils vraiment prendre part à la gestion de l'entreprise ?***

Jean René MARABELLE, Président de l'AVAS (Association Volontaire des Actionnaires Salariés et anciens de Total) ne pense pas que les salariés actionnaires sont actifs dans la gestion de l'entreprise car, selon lui, ils restent avant tout des épargnants. De plus, ils n'ont pas de formation à la Gouvernance de l'entreprise.

M. MARABELLE explique que chez Total seul le bureau de l'AVAS (membre de la fédération des associations d'actionnariat salarié) s'intéresse à la gestion de l'actionnariat salarié et en fait part dans son magazine trimestriel (« Avascope »).

Au contraire, pour Michel RIOUAL, de l'association des actionnaires salariés d'EDF (EDF EAS), les actionnaires salariés contribuent à aider la Direction de l'Entreprise sur un certain nombre de sujets, via notamment une participation, lorsque c'est possible au Conseil d'Administration de l'Entreprise. Ainsi, ils prennent part à la gestion dans une certaine mesure et garantissent, en tant que salariés, les fondamentaux dans l'entreprise, les investissements, etc. Selon lui, les salariés sont véritablement une force de proposition. *(Cependant, rappelons que l'actionnariat salarié chez EDF reste à un niveau bien plus élevé que la moyenne nationale).*

### ***Pensez-vous que l'actionnariat salarié soit véritablement vecteur de changement dans la gouvernance de l'entreprise?***

Jean René MARABELLE rappelle qu'il n'y a qu'un seul représentant des actionnaires salariés au conseil d'administration de Total; de plus, M. MARABELLE précise que ce représentant est (selon ses dires) « soumis » et n'intervient quasiment pas, probablement par « peur ».

Michel RIOUAL est encore d'un avis opposé ; ainsi, il souligne que l'actionnariat salarié apporte un éclairage nouveau, essentiellement au travers des associations individuelles et de la FAS (Fédération des Associations d'Actionnaires) : celles-ci ont d'ailleurs un groupe de travail sur la Gouvernance. Il rappelle aussi qu'une association d'actionnaires s'est même déjà opposée à une OPA, insistant donc encore sur le rôle primordial de l'actionnariat salarié. Michel RIOUAL ajoute enfin que l'actionnariat salarié est vecteur de changement à des degrés divers, selon le type d'entreprise et l'histoire de cette dernière.

***Pensez-vous que les entreprises ayant un actionnariat salarié sont plus performantes?***

Jean René MARABELLE affirme que si l'actionnariat est fort (comme chez Vinci ou Renault) et que plusieurs représentants des actionnaires salariés sont présents au conseil d'administration, alors celui-ci est source d'amélioration des performances de l'entreprise.

Michel RIOUAL reprend les principales théories sur l'actionnariat salarié et s'appuie sur l'indice IAS pour indiquer que les sociétés dotées d'actionnariat salarié sont plus performantes du fait d'une plus grande motivation et d'une plus grande attention à la stratégie d'entreprise. De plus, l'actionnariat salarié est différent de l'actionnariat extérieur dans le sens où il reste bien moins orienté vers les gains à court terme : de ce fait, il contribue à l'amélioration des performances des entreprises.

Enfin Michel RIOUAL a tenu à préciser l'importance de l'Actionnariat Salarié en soulignant ses trois principaux effets :

- l'argent investi dans l'entreprise par les salariés les pousse à un suivi plus rigoureux de l'évolution de l'entreprise et de sa stratégie industrielle afin de servir au mieux leurs intérêts ;
- la participation des salariés au plus haut niveau de l'entreprise est source de dynamisme ;
- leur participation à différentes commissions (Réunions de l'Association d'Actionnaires, discussions sur des sujets de fond/stratégie, rencontre de personnes représentant l'AS dans d'autres Entreprises, articles et interviews dans la presse -La vie Financière et Les Echos-) et la possibilité de vote influe sur la gouvernance de l'entreprise.

Cependant, concernant la gouvernance de l'entreprise, il nous paraît bon d'expliquer ici un point que HOLLANDTS a su mettre en évidence. Pour lui, la question n'est pas de connaître ou non l'impact du salarié actionnaire sur la gouvernance mais sur la performance de l'entreprise. Ainsi, le débat qui opposait Jean René MARABELLE et Michel RIOUAL au niveau de la gouvernance n'est peut-être pas le bon débat : en effet, selon HOLLANDTS, la présence d'administrateurs actionnaires salariés modère de manière systématique et négative l'impact positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise. C'est pourquoi HOLLANDTS remarque une relation en forme de U inversé dont le point d'inflexion est à 28% de capital possédé par les salariés.

Les principales conclusions de HOLLANDTS sur ce point sont :

- la représentation des salariés, la présence d'un administrateur 'actionnaire salarié' syndicaliste et celle d'un administrateur interne non-dirigeant dans un comité modèrent négativement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

- la nomination au poste d'administrateur représentant les administrateurs salariés modère positivement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.
- la présence d'un administrateur 'actionnaire salarié' représentant uniquement les actionnaires salariés modère positivement la relation entre le taux relatif d'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.

Pour résumer, HOLLANDTS conclue que si aucune modération conséquente de la performance de l'entreprise n'est liée à la présence d'administrateurs salariés, on observe un impact négatif important de leur présence lorsque ceux-ci sont en plus actionnaires.

Ainsi, HOLLANDTS admet un impact des représentants d'actionnaires salariés sur la gouvernance de l'entreprise mais cela n'est peut-être pas un avantage dans la recherche de la performance financière.

### c. Etude auprès de chargés en fusion-acquisition

Nous avons envoyé un questionnaire à 128 chargés en fusions – acquisitions. Des réponses que nous avons reçues, nous avons pu dégager quelques grandes lignes au niveau de la perception de l'actionnariat salarié dans la création de valeur de l'entreprise. Ainsi, nous avons tenté de connaître l'avis de ses personnes sur l'actionnariat salarié et ses rapports avec la valorisation des entreprises et la performance de ces dernières. Aussi avons-nous cherché à savoir si les entreprises dotées d'actionnariat salarié paraissaient être des cibles plus attractives que les autres firmes pour des investisseurs et si la protection face aux OPA était véritablement tangible.

Voici le résumé des résultats :

	Questions	Réponses proposées	Pourcentage
1	Les entreprises ayant un plan d'actionnariat salarié sont-elles davantage des entreprises cibles que les autres ?	OUI	7,1%
		NON	92,9%
2	Sont-elles valorisées différemment ?	OUI	14,3%
		NON	85,7%
3	De votre point de vue, l'actionnariat salarié est-il réellement perçu comme une défense anti-OPA ?	OUI	35,7%
		NON	64,3%

4	Trouvez-vous que les entreprises qui ont un plan d'actionnariat salarié ont amélioré leurs performances ?	OUI	50,0%
		NON	50,0%

Il faut noter que deux personnes ne se prononcent pas sur la relation actionnariat salarié/performances de l'entreprise.

- **Les entreprises dotées d'un PAS sont-elles davantage des cibles de M&A ?**

La majorité des chargés de fusions-acquisition s'accordent sur le fait que les entreprises dotées d'un actionnariat salarié ne sont pas davantage des cibles pour les investisseurs que les autres firmes : souvent, elles sont même moins appréciées.

Les principaux arguments restent que la dilution de l'actionnariat au travers des salariés rend les transactions plus complexes. En effet, le traitement du bloc des salariés est souvent plus compliqué que celui d'actionnaires financiers « traditionnels », dont les motivations sont plus faciles à cerner (le retour sur investissement). De plus, ce bloc représente une multitude d'interlocuteurs qui restent en retrait des investisseurs professionnels.

De même, dans le processus de vente / achat d'une entreprise, seul le niveau de valorisation de l'entreprise compte et de ce fait, la création de valeur potentielle pour l'acquéreur.

Cependant, certains admettent que le fait que les salariés soient actionnaires constitue également un signal supplémentaire d'une modification à terme du capital de l'entreprise, ce qui crée un appel au investisseurs. De plus, dans le cas d'un LBO, le management et parfois les salariés sont directement impliqués dans l'opération et font partie intégrante du projet d'entreprise. La participation des salariés peut donc, dans ce cas, constituer un atout aux yeux de l'investisseur.

- **Valorisation des entreprises**

En ce qui concerne la valorisation des entreprises à actionnariat salarié, presque 86% de nos interlocuteurs pensent que la méthode de valorisation reste la même que pour une firme « traditionnelle ».

Ils avancent comme principaux arguments que l'actionnaire salarié reste aussi un actionnaire traditionnel et de ce fait est demandeur d'un prix élevé. De plus, pour que l'actionnariat salarié ait un impact sur la valorisation, il doit être significatif.

Mais certains précisent également que le bloc des salariés doit être valorisé différemment, dans la mesure où leurs attentes ne sont pas purement financières. Ainsi, un investisseur qui souhaiterait entrer au capital d'une telle entreprise devrait offrir une prime très importante afin d'intéresser les actionnaires salariés cédants (et pour cela évaluer le prix de la perte de ce contrôle). C'est pourquoi,

la valeur même de l'entreprise ne change pas, mais le prix peut être affecté par la présence d'actionnariat salarié.

- **Protection du capital**

Les avis sont déjà davantage partagés en ce qui concerne la perception de l'actionnariat salarié comme une arme anti-OPA.

Ainsi, seuls 64,3% pensent que ce type d'actionnariat protège le capital de l'entreprise car il répond à la définition même d'une défense anti-OPA : il se présente en effet comme une mesure du management au détriment de la décision immédiate de l'actionnaire. Hors avec l'actionnariat salarié, le management peut être lui même actionnaire. De plus, les salariés actionnaires ont souvent tendance à écouter leur management, n'ayant pas eux-mêmes assez de connaissances et d'expérience pour prendre leur propre décision.

Mais, le résultat est partagé surtout parce que les avis se rejoignent sur la nécessité que l'actionnariat salarié soit significatif afin de réellement se positionner en défense contre une éventuelle OPA. Ainsi, s'il est supérieur à 5%, il peut constituer une contrainte. Si la part des salariés actionnaires est supérieure ou égale à 20% (certains avancent même 33%), ils pourraient se placer en réelle défense.

Cela dépend également l'intérêt des salariés dans l'OPA : ceux-ci seront en effet intéressés par le fait qu'il y ait ou non des licenciements de salariés post acquisition ou par le fait que l'acquéreur soit prêt à augmenter leur intéressement...

Enfin, près de 40% avancent que l'actionnariat salarié n'a pas comme vocation première de constituer une arme anti-OPA.

Il est même parfois un phénomène attractif pour les entreprises voulant lancer une OPA : en effet, si la société est détenue majoritairement par des managers au côté d'un fond d'investissement par exemple, et que l'actionnariat salarié est relativement éclaté, la société constitue alors une cible de choix pour un acquéreur car les managers ne sont par définition pas actionnaires à vie comme leur part dans le capital constitue un complément de rémunération potentielle.

Enfin, ce n'est pas l'actionnariat salarié qui repousse une OPA mais le pouvoir des représentants des salariés sur l'entreprise. Et ce pouvoir n'est pas toujours lié à l'actionnariat: par exemple, les pilotes d'avions aux Etats Unis sur American Airlines.

Ces conclusions sont confirmées par l'étude de POUTSMA qui souligne que le rôle de l'actionnariat salarié en tant que protecteur du capital et des instances dirigeantes de l'entreprise n'est absolument pas reconnu dans les entreprises européennes : dans plus de 90% des cas, l'actionnariat salarié n'est pas reconnu comme une arme anti-OPA.

- **Performance de l'entreprise**

Enfin, la relation entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise est très loin de faire l'unanimité. En effet, la moitié croit en cette corrélation, l'autre l'ignore. De plus, certaines personnes jugent ne pas pouvoir se prononcer.

La majorité admet qu'il est difficile de répondre à cette question. En effet, même ceux qui admettent une relation entre l'actionnariat salarié et la performance de la firme jugent que cela est certainement peu corrélé, les performances d'une entreprise étant liées à de trop nombreux facteurs (marché, positionnement). De plus, le gain lié à la motivation et la fidélisation des salariés reste compliqué à chiffrer.

D'autres soulignent qu'on ne peut généraliser et que le cas par cas est de mise sur cette question. Enfin, certains rappellent que même si l'actionnariat salarié a un impact positif sur la performance de l'entreprise, c'est parce que cela est vrai pour toute forme d'intéressement des salariés (comme les montages de LBO par exemple).

Cela rejoint les résultats de l'étude du NCEO aux Etats-Unis qui a souligné que l'actionnariat salarié est souvent vu comme un prolongement des rémunérations ; cette perception est la preuve même que la relation entre actionnariat salarié et performance d'entreprise dans les sociétés cotées est ambiguë.

- **Que pensent les chargés de fusion-acquisition de l'actionnariat salarié ?**

Dans une question ouverte à propos de leur avis sur l'actionnariat salarié, nous avons pu dégager quelques idées fortes.

Certains mettent en avant que selon que l'actionnariat s'adresse au Top management ou aux cadres non dirigeant et juniors, son impact est différent sur la valorisation d'une société et sur son habilité à contrer une OPA.

D'autres soulignent que l'actionnariat salarié est avant tout un outil de gouvernance puissant dans la mesure où c'est une manière efficace pour un management de stabiliser son actionnariat de plus, cela donne l'image d'aligner les intérêts des salariés avec les actionnaires et cela réduit le flottant réel. C'est également un outil de motivation des salariés, en particulier pour les sociétés non cotées. Il devrait même être une solution de plus en plus utilisée dans les prochaines années pour retenir les salariés sans devoir utiliser trop de cash.

En revanche, au niveau des sociétés cotées, il peut avoir un effet pervers de forte démotivation en cas de chute des cours (comme en 2008).

Enfin, l'actionnariat salarié doit être significatif pour avoir un impact en M&A. Sinon, il reste essentiellement une complexité supplémentaire à tous types de transactions car l'actionnaire salarié n'aura peut-être pas un comportement normé vis-à-vis d'une transaction dans le sens où celle-ci pourrait se traduire par des suppressions de postes. L'actionnaire salarié n'a souvent pas une vision "investisseur", ce qui peut poser des problèmes importants.

De cette étude, nous pouvons conclure que l'actionnariat salarié n'est souvent pas lié à la création de valeur de l'entreprise. Il n'a donc aucun impact sur sa valeur. En revanche, sa présence peut augmenter le prix payé c'est pourquoi ces entreprises ne sont pas souvent des cibles particulières. Il reste davantage un outil de gouvernance que de performance.

### 3. Aspects quantitatifs

#### a. Analyse des entreprises de l'indice CAC 40

Afin de compléter les études déjà réalisées, nous avons décidé de nous intéresser quantitativement aux entreprises du CAC 40.

- **Méthodologie**

Nous avons choisi d'extraire des données de la base DIANE afin de pouvoir observer les derniers ratios des entreprises du CAC 40. Nous nous sommes également aidées des données de Boursorama et de la base Thomson One Banker.

Nous avons renoncé à utiliser la méthode de la comparaison car :

- Les entreprises d'autres zones géographiques ne connaissent pas les mêmes conditions de développement (marché, législation, condition de mise en place de l'actionnariat salarié)
- Les entreprises françaises du CAC 40 sont difficiles à comparer entre elles car, rares sont celles qui n'ont pas de plan d'actionnariat ; de plus, peu d'entreprises opèrent dans des secteurs comparables.
- Les entreprises du CAC 40 ne peuvent être comparées avec les entreprises du SBF 120 ou 250 en raison de différences de tailles trop prononcées.

Ainsi, nous avons décidé d'observer dans un premier temps, nous avons voulu voir s'il y avait une corrélation entre actionnariat salarié et création de valeur. Pour cela, nous avons comparé la MVA (Market Value Added, développé par le cabinet Stern & Steward) d'entreprises d'un même secteur et nous avons tenté de voir s'il y avait un lien. Nous avons choisi d'utiliser cet indice car il représente bien la création de richesse de l'entreprise. Cependant, les données sur cet indice au niveau des entreprises du CAC 40 sont soit très anciennes (l'étude la plus récente, d'après la base de donnée Factiva, date de 1999 et a été réalisée par l'hebdomadaire l'Expansion), soit inaccessibles. C'est pourquoi, nous avons choisi de le calculer en fonction des données collectées. Afin de faciliter les comparaisons, nous avons arrêté la date du 31 décembre 2005 (2004 pour certains groupes d'entreprise).

Notre calcul est donc :

$MVA = \text{Capitalisation boursière} + \text{Endettement net} - \text{Actif immobilisé net} - \text{BFR}$

Pour cette partie, nous avons uniquement étudié les entreprises dotées d'un actionnariat salarié. Nous les avons analysées par secteur : ainsi, nous n'avons pas jugé pertinent d'étudier les entreprises étant seules dans leur secteur. Nous avons également décidé de rapprocher les entreprises évoluant dans des secteurs proches.

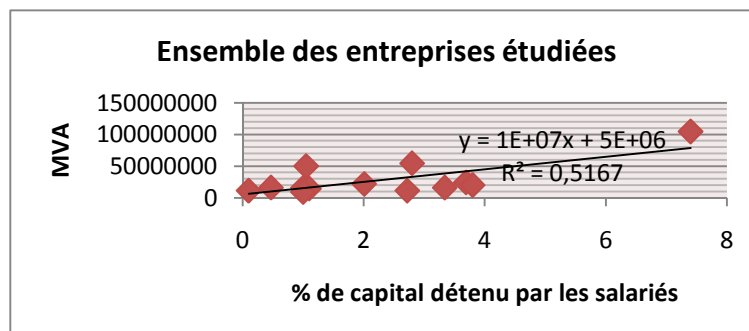
Afin de compléter notre étude, nous nous sommes intéressées dans une seconde partie à la progression :

- du chiffre d'affaires
- du résultat d'exploitation
- de la capacité d'autofinancement
- du Chiffre d'affaires
- du Résultat d'exploitation
- de la CAF avant répartition
- de l'Autonomie financière
- du C.A. par effectif
- de l'efficacité économique
- de la productivité du potentiel de production
- de la productivité du capital financier
- de la rentabilité économique
- de la part des salariés dans la valeur ajoutée

Cette évolution a été mise en rapport avec le pourcentage de capital détenu par le personnel de l'entreprise afin de souligner une éventuelle corrélation entre performance et actionnariat salarié. Nous avons donc pris en compte toutes les entreprises du CAC 40 pour lesquelles les données étaient disponibles sur la période 2000 – 2005.

- **Etude de la création de valeur par secteur d'activité**

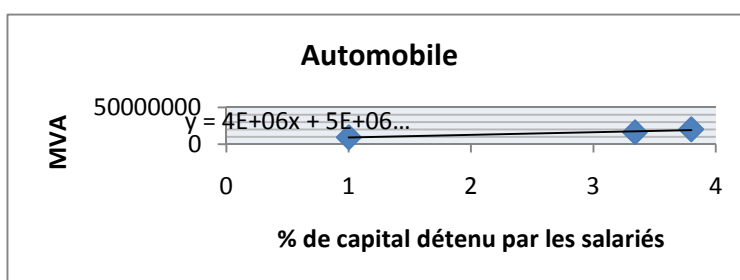
- **Tous secteurs confondus**



A première vue, et ce malgré le nombre réduit d'entreprises étudiées, il semble y avoir une réelle corrélation entre création de valeur et actionnariat salarié. En effet, la droite de régression est même proportionnelle. Celle-ci semble d'ailleurs positive. Avec un  $R^2$  de 0,516, nous pouvons juger cette régression correcte dans la mesure où seulement 13 entreprises sont étudiées.

- **Automobile : Peugeot / Renault / Michelin**

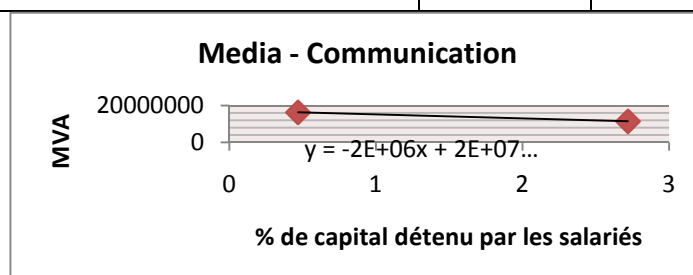
Au 31/12/2005 / En KEUR	PEUGEOT SA	RENAULT	MICHELIN
% de capital détenu par les salariés	3.8	3.34	1
Capitalisation	9 933 738	25 174 194	7 016 233
Actif immobilisé net	18 149 000	29 050 000	7 698 000
Dettes	43 703 000	36 777 000	11 482 000
Besoins en fonds de roulement	15 282 000	16 713 000	1 529 000
<b>MVA</b>	<b>20 205 738</b>	<b>16 188 194</b>	<b>9 271 233</b>



Au niveau du secteur automobile, la corrélation ne semble plus proportionnelle mais reste réelle.

- **Communication, Médias & Multimédias : Lagardère / Vivendi**

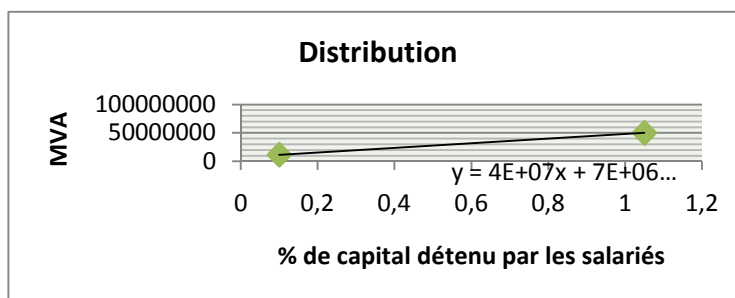
Au 31/12/2005 / En KEUR	LAGARDERE	VIVENDI
% de capital détenu par les salariés	2.72	0.47
Capitalisation	7 976 057	30 744 740
Actif immobilisé net	9 951 000	33 165 000
Dettes	11 529 000	17 601 000
Besoins en fonds de roulement	-1 835 000	-1 083 000
<b>MVA</b>	<b>11 389 057</b>	<b>16 263 740</b>



Ici la corrélation est inversée. Cependant, avec uniquement deux entreprises testées, nous ne pouvons nous prononcer. En revanche, cela remet tout de même en cause l'automatisation de la relation actionnariat salarié / création de valeur.

- **Distribution générale grand public : Carrefour/ PPR**

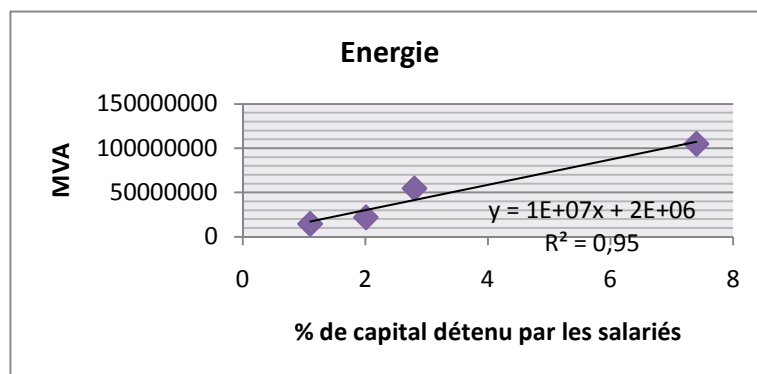
Au 31/12/2005 / En KEUR	CARREFOUR	PPR
% de capital détenu par les salariés	1.05	0.1
Capitalisation	34 533 183	12 465 536
Actif immobilisé net	26 603 000	12 719 000
Dettes	34 210 000	14 502 000
Besoins en fonds de roulement	-8 033 000	2 800 000
<b>MVA</b>	<b>50 173 183</b>	<b>11 448 536</b>



Le secteur de la distribution semble connaître une relation parfaite (droite passant par l'origine). Cependant, l'échantillon est très faible et les entreprises ne semblent pas être véritablement comparables au sein d'un même secteur aux vues des différences entre le marché de Carrefour et celui de PPR.

- **Energie et Produits de base : Air Liquide / EDF/ GDF SUEZ / TOTAL**

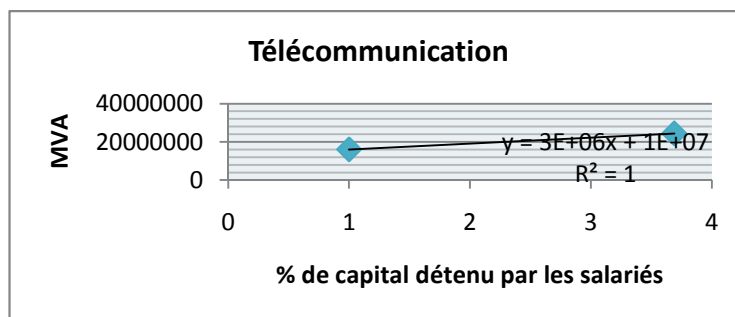
Au 31/12/2005 / En KEUR	Air Liquide	EDF	TOTAL	GDF SUEZ
% de capital détenu par les salariés	1.1	2.01	7.4	2.8
Capitalisation	19 070 274	83 491 881	130 095 555	70 211 605
Actif immobilisé net	10 234 000	113 393 000	60 522 000	24 721 000
Dettes	6 915 000	50 777 000	46 968 000	10 921 000
Besoins en fonds de roulement	1 066 000	-1 136 000	11 829 000	1 791 000
<b>MVA</b>	<b>14 685 274</b>	<b>22 011 881</b>	<b>104 712 555</b>	<b>54 620 605</b>



Le secteur de l'énergie, avec un  $R^2$  de 0.95, semble également prouver la relation positive et proportionnelle entre actionnariat salarié et création de valeur.

- **Télécommunication : Alcatel Lucent / France Télécom**

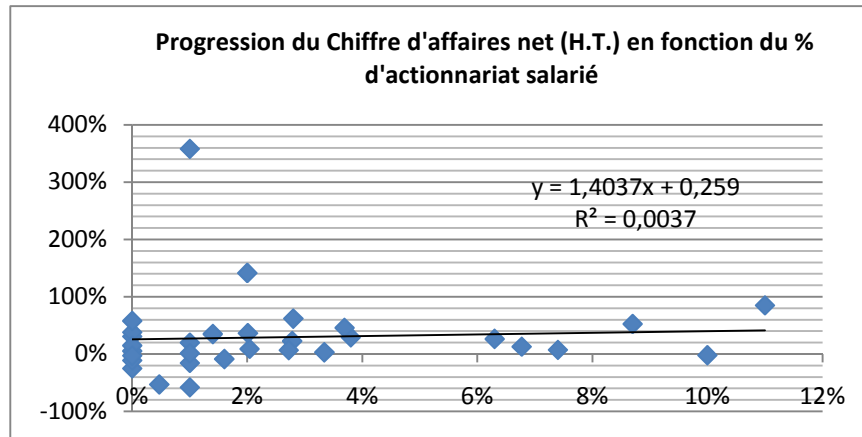
Au 31/12/2005 / En KEUR	FRANCE TELECOM	ALCATEL - LUCENT
% de capital détenu par les salariés	3.69	1
Capitalisation	42299720	13428292
Actif immobilisé net	83251000	7082000
Dettes	67858000	11160000
Besoins en fonds de roulement	2527000	1521000
<b>MVA</b>	<b>24379720</b>	<b>15985292</b>



Le secteur de la télécommunication semble aller dans le même sens que les précédents secteurs : cependant, la relation de proportionnalité est éloignée.

Ainsi, l'actionnariat salarié et la MVA semblent liés, parfois même de manière proportionnelle. Mais l'étrécissement de notre échantillon ne nous permet de pouvoir conclure sur ce sujet. C'est pourquoi, nous avons préféré étendre notre étude à d'autres ratios, sachant qu'ils restent tous liés à la création de valeur.

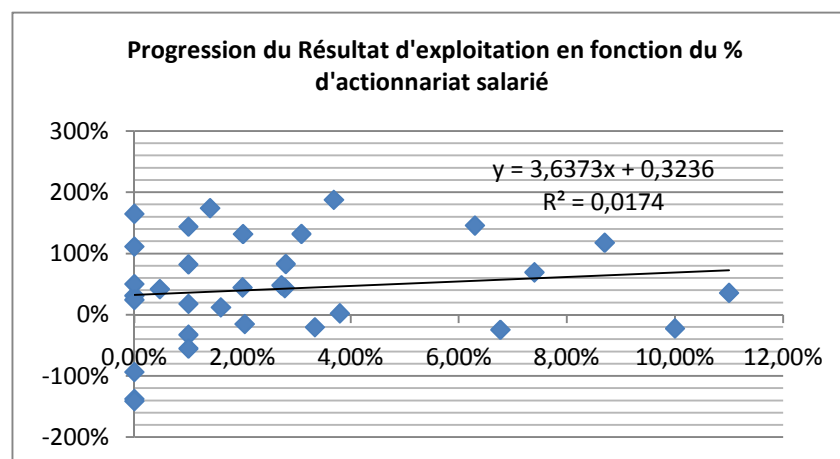
- **Etude des performances des entreprises du CAC 40 en fonction de leur pourcentage d'actionnariat salarié**



Nous avons regardé la progression du chiffre d'affaires des entreprises du CAC 40 entre 2000 et 2005 en fonction du pourcentage de capital détenu par les salariés. On remarque que la corrélation est très peu existante, aux vues des performances des entreprises n'ayant pas d'actionnariat salarié (points aux abscisses en 0). Cela va dans le même sens que la thèse de D'ARCIMOLES et TREBUCQ qui ont prouvé par leur étude qu'il n'existait pas de seuil optimal de détention du capital par l'actionnariat salarié permettant de majorer la performance : ils se plaçaient alors l'encore de ce qu'affirmait Dondi en 1992.

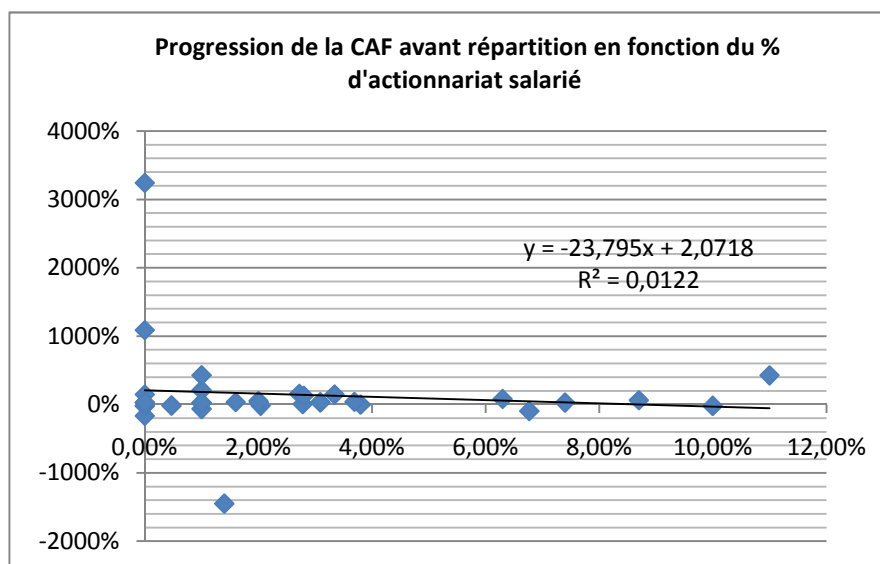
Revenons à notre étude pour souligner également que les entreprises dotées d'actionnariat salarié semblent connaître des fluctuations de chiffre d'affaires plus étendues que les autres entreprises. Mais celles-ci ne paraissent pas liées au pourcentage d'actionnariat salarié, puisque, même avec un taux faible, les fluctuations existent.

Ainsi, l'actionnariat salarié n'apparaît aucunement comme un facteur d'augmentation de l'activité.

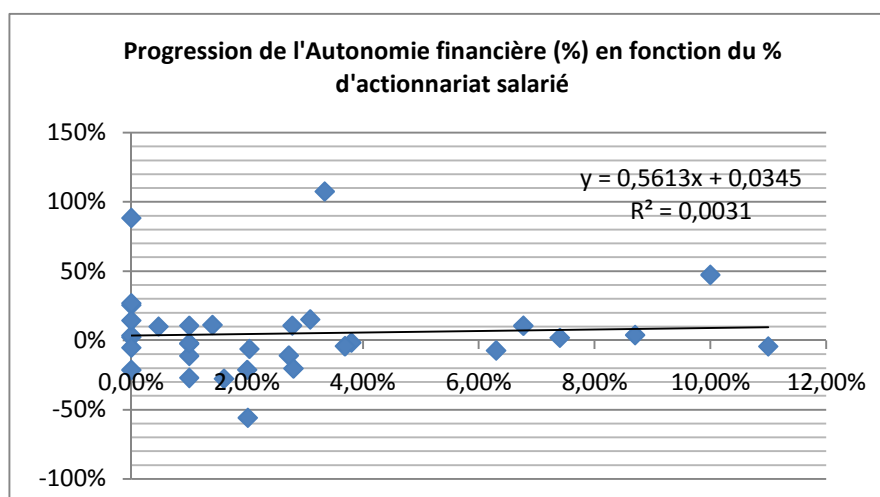


Pour le résultat opérationnel, les conclusions sont similaires à celles obtenues pour le chiffre d'affaires. Ainsi, on peut remarquer que la progression du REX n'est pas dépendante de la présence de l'actionnariat salarié. Les coûts ne sont donc pas optimisés par sa présence, comme le laissent entendre de nombreuses théories.

Avoir son capital aux mains des employés n'est donc pas, dans les grandes entreprises, un moyen de réduction de coûts.

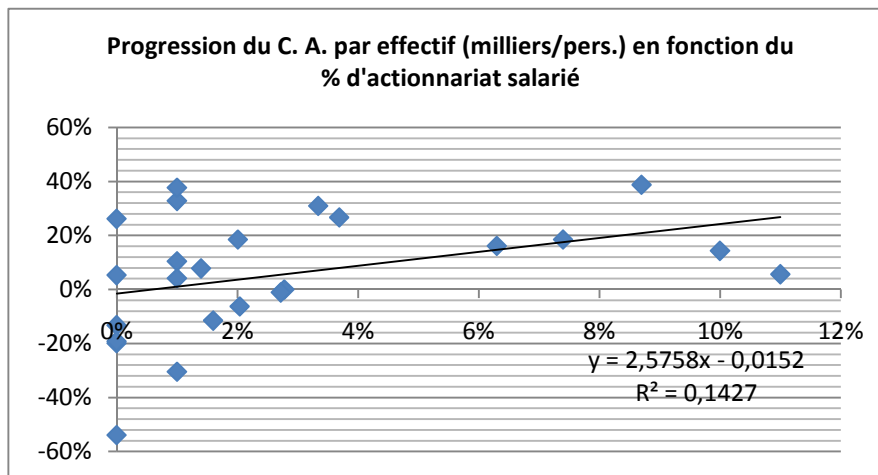


La capacité d'autofinancement ne paraît pas s'améliorer avec la présence d'actionnariat salarié. Elle semble constante, voire décroissante, même si le très faible coefficient de régression linéaire ne nous permet pas d'en dire davantage.

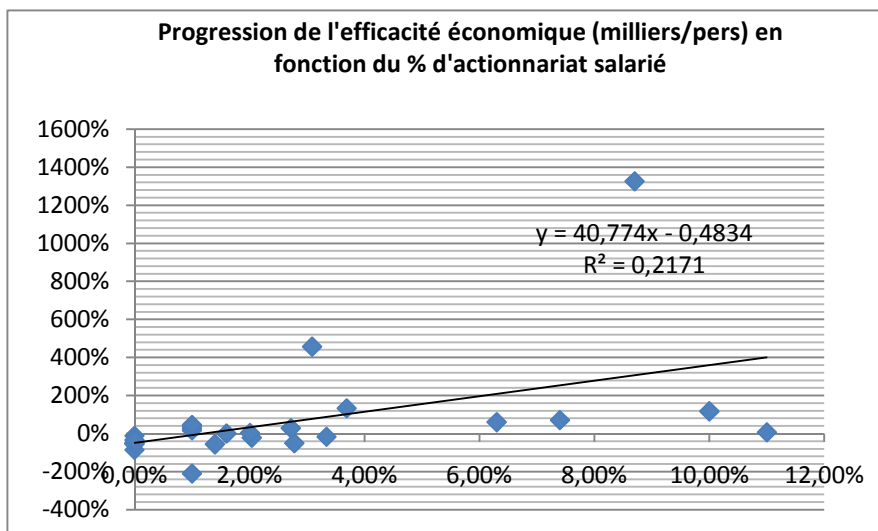


L'actionnariat salarié en tant qu'apporteur de capital et source de financement pour l'entreprise perd ici encore tout son sens. En effet, l'autonomie financière (Fonds propres / Total Bilan x 100) ne

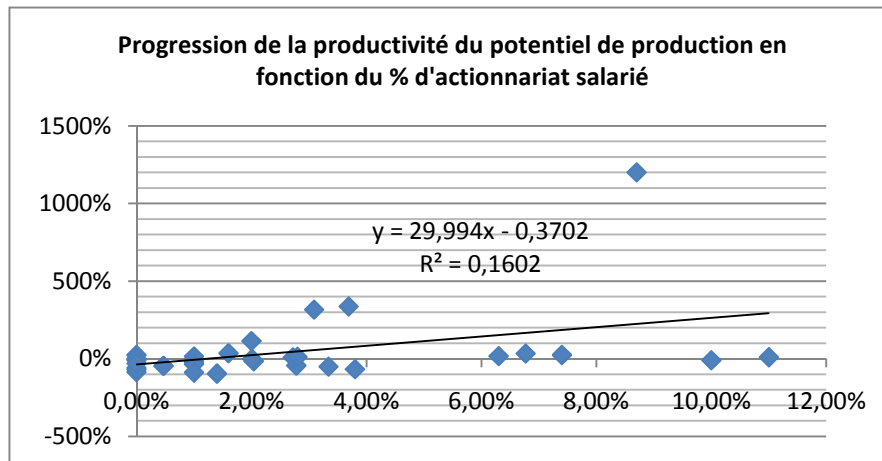
semble pas augmenter malgré la présence des fonds des salariés au capital. L'entreprise est donc toujours dépendante de la dette.



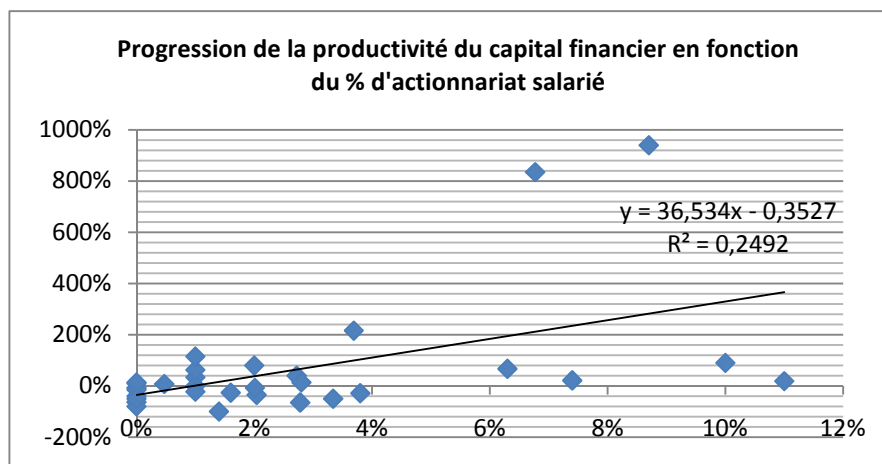
Les théoriciens présentent l'actionnariat salarié comme un moteur de la performance individuelle des employés : entre 6 et 10%, cela semble se vérifier. En revanche en-dessous de 6% de capital détenu pas les salariés de l'entreprise et au dessus de 9%, cette théorie n'est aucunement confirmée au sein des grandes entreprises françaises.



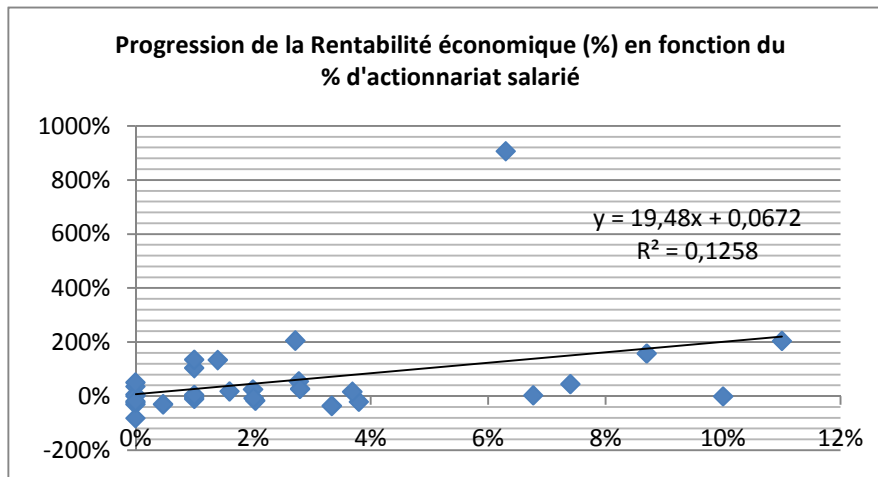
On note une légère corrélation positive entre actionnariat salarié et amélioration du ratio Efficacité économique (Valeur Ajoutée / Effectif x 1000). Cependant, est-ce véritablement une relation de cause/conséquence ?



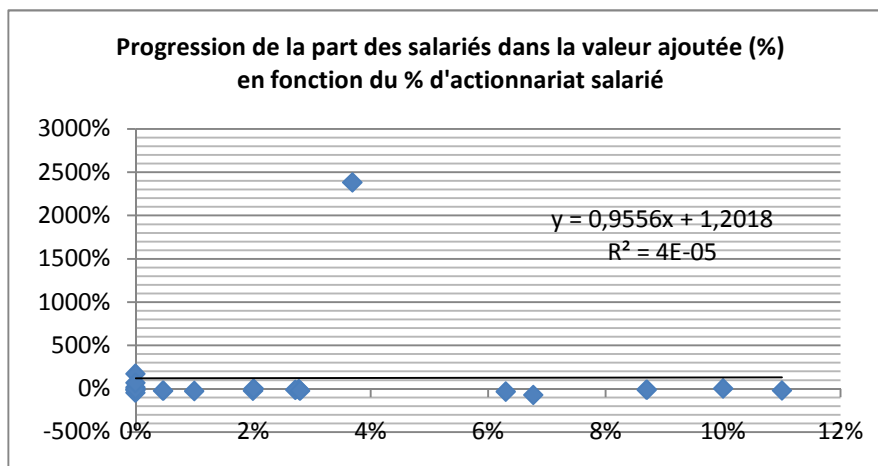
La productivité du capital de production (matériel et humain) paraît augmenter légèrement en fonction du pourcentage d'actionnariat salarié. Cependant, le coefficient de régression faible ne permet pas de conclure. De plus, les entreprises dotées d'actionnaires salariés ne seraient-elles pas simplement des entreprises ayant davantage de moyens financiers au départ, donc capables de rendre plus productifs leur capital matériel ?



L'évolution de la productivité du capital financier (Valeur Ajoutée / (Total de l'actif + Effets escomptés non échus) semble dépendre (aussi bien à la hausse qu'à la baisse) de la présence d'actionnariat salarié. Aussi, celui-ci, en venant augmenter le capital rend les résultats plus sensibles en cas de réussite ou d'échec. De ce fait, l'actionnariat salarié semble sensibiliser les entreprises en termes de productivité du capital financier.



La rentabilité économique ( $EBE / (CA + Subventions\ d'exploitation) \times 100$ ) paraît dépendante de l'actionnariat salarié. En effet, on observe une courbe à tendance haussière et les entreprises non dotées de personnel actionnaire ont une rentabilité économique moindre. Une fois de plus, nous remarquons que, plus l'actionnariat salarié est présent, plus les entreprises sont sensibles. De plus, le pourcentage de capital détenu ne semble pas être une condition nécessaire et suffisante. En effet, prenons comme exemple les deux entreprises ayant une progression de leur rentabilité économique de près de 200% en cinq ans ; l'une a 11% de son capital aux mains de ses employés tandis que l'autre n'en a que 2,5%.



Enfin, on remarque que l'actionnariat salarié ne change en rien le poids des salariés dans la valeur ajoutée de l'entreprise. En effet, l'évolution est la même, quelque soit le pourcentage de capital détenu par le personnel. **L'actionnariat salarié ne serait-il finalement qu'un autre moyen de rémunération ?** Nous rejoindrions alors ici l'étude du NCEO...

## **b. Analyse SBF 120**

Étendons à présent l'analyse concernant les entreprises du CAC 40 à celles du SBF 120. Effectuée sur la période 2003-2005, elle concerne 114 entreprises sur les 120 qui composent cet indice. Les données utilisées ont été extraites de la base de données DIANE.

Avant de présenter nos conclusions, il importe cependant de souligner que certaines sociétés de ce groupe ont été exclues de l'analyse par absence ou manque de données, ou encore du fait de performances exceptionnelles qui risquaient de fausser les résultats obtenus.

- **Etat de l'actionnariat salarié**

53 des 114 entreprises étudiées, soit 46,5%, ne possèdent aucun plan d'actionnariat salarié.

Sur les 61 sociétés restantes, seules 10,5%, soit 12 d'entre elles, disposent d'un actionnariat salarié supérieur à 5% de capital détenu. Les entreprises, dont ce type d'actionnariat ne dépasse pas la barre des 1%, représentent 15,8% des firmes composant l'indice.

- **Méthode**

Nous avons procédé à l'analyse des performances des entreprises disposant d'un actionnariat salarié d'une part, ainsi qu'à celle des sociétés n'en possédant pas d'autre part. Nous avons ensuite comparé ces données entre elles pour tenter de dégager certaines tendances. Au sein des firmes disposant d'un plan d'actionnariat salarié nous avons spécifiquement distingué les entreprises dont l'actionnariat salarié dépasse le seuil critique des 5% de capital détenu.

- **Ratios utilisés**

Les ratios économiques retenus pour notre analyse sont les suivants :

- Le taux de croissance du Chiffre d'Affaires ;
- La rentabilité économique (EBE/CA) ;
- Et la rentabilité nette (Résultat Net/CA).

Ils permettent de rendre compte des performances économiques des entreprises étudiées, en termes de chiffre d'affaires et de profit.

Les ratios financiers utilisés concernent :

- L'équilibre financier (Ressources durables/Emplois stables) ;
- L'endettement (Dettes financières/Ressources stables) ;
- Et la rentabilité des fonds propres (Résultat Net/Capitaux Propres).

Ils rendent compte de la situation financière des sociétés analysées.

- **Résultats observés**

- **Tableaux de synthèse**

<b>Entreprises sans actionnariat salarié</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>Moyenne sur la période</b>
<i>Croissance du Chiffre d'Affaires (%)</i>	16,23	23,82	11,51	17,18
<i>Rentabilité Economique (%)</i>	27,57	23,57	25,55	25,56
<i>Rentabilité Nette (%)</i>	14,78	10,32	13,29	12,79
<i>Equilibre Financier</i>	1,33	1,37	1,40	1,37
<i>Endettement</i>	29,28	25,12	24,43	26,28
<i>Rentabilité des Fonds Propres (%)</i>	20,03	17,04	19,54	18,87

<b>Entreprises avec actionnariat salarié</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>Moyenne sur la période</b>
<i>Croissance du Chiffre d'Affaires (%)</i>	5,42	7,98	6,70	6,70
<i>Rentabilité Economique (%)</i>	14,20	20,46	15,76	16,81
<i>Rentabilité Nette (%)</i>	9,60	9,48	6,30	8,46
<i>Equilibre Financier</i>	1,30	1,27	1,32	1,30
<i>Endettement</i>	29,04	26,25	27,24	27,51
<i>Rentabilité des Fonds Propres (%)</i>	24,73	10,32	8,38	14,48

<b>Entreprises avec un actionnariat salarié de plus de 5%</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>Moyenne sur la période</b>
<i>Croissance du Chiffre d'Affaires (%)</i>	15,57	15,69	26,91	19,39
<i>Rentabilité Economique (%)</i>	13,31	21,78	12,50	15,86
<i>Rentabilité Nette (%)</i>	5,74	3,62	2,94	4,10
<i>Equilibre Financier</i>	1,39	1,36	1,45	1,40
<i>Endettement</i>	28,27	22,59	24,63	25,16
<i>Rentabilité des Fonds Propres (%)</i>	27,69	18,98	10,66	19,11

- **Analyse des résultats obtenus**

Si l'on compare les entreprises avec actionnariat salarié et celles sans, on constate globalement que les performances des sociétés qui n'ont pas mis en place de plan d'actionnariat salarié sont supérieures à celles qui en possèdent un. Leur taux de croissance annuel moyen est 2,5 fois plus élevé et leur rentabilité nette plus importante (+ 4 points, à 12,8%). Financièrement, les entreprises enregistrent des résultats très proches, aussi bien au niveau de leur équilibre financier que de leur endettement. Toutefois, les sociétés sans actionnariat salarié bénéficient d'une meilleure rentabilité de leurs fonds propres (18,9% contre 14,5%).

A la vue de ces premières constatations, les liens de causalité entre actionnariat salarié et performances économiques et financières semblent complexes. Aussi apparaît-il difficile de conclure en faveur ou en défaveur d'une telle structure de capital.

Si l'on s'intéresse à présent aux seules entreprises possédant un actionnariat salarié, on constate que les performances tant économiques que financières diffèrent en fonction du pourcentage de capital détenu par les employés. En effet, les sociétés dont les salariés détiennent plus de 5% de capital enregistrent globalement de meilleurs résultats que l'ensemble du groupe, ce qui est confirmé par l'étude du NCEO qui admettait qu'en ce qui concerne les entreprises américaines, les résultats semblaient s'observer essentiellement dans celles où la part de l'actionnariat salarié était élevée.

Financièrement, les entreprises dotées d'un actionnariat salarié maîtrisent mieux leur équilibre et ont été en mesure de limiter leur endettement. Elles bénéficient d'une meilleure rentabilité de leurs fonds propres, qui atteint les 19,1% sur la période 2003-2005. En matière de performances économiques, si l'activité annuelle de ces entreprises croît 3 fois plus rapidement, leurs taux de rentabilité demeurent sensiblement proches de ceux de l'ensemble du groupe.

Si l'on compare maintenant cet échantillon spécifique aux sociétés ne possédant aucun actionnariat salarié, on remarque les résultats financiers enregistrés sont presque similaires. Au niveau économique, la situation est plus contrastée : si les entreprises disposant d'un actionnariat salarié supérieur à 5% de capital détenu affichent un meilleur taux de croissance annuel moyen (19,4% contre 17,2%), leurs niveaux de rentabilité restent nettement en deçà de ceux des firmes sans actionnariat salarié.

Ainsi, il semblerait donc qu'il soit nécessaire que l'actionnariat salarié atteigne un certain seuil, (5% dans le cas de notre étude), pour que les performances économiques et financières soient accrues mais ce résultat est remis en cause par Thierry POULAIN-REHM sur un échantillon similaire (nous verrons ultérieurement en détail ses résultats).

**Nous avançons toutefois, suite à nos observations, que les interactions entre actionnariat salarié et création de valeur par l'entreprise demeurent complexes et non-automatiques** et Thierry POULAIN-REHM arrive globalement à une conclusion similaire dans son étude sur 131 sociétés françaises cotées.

Il est en effet parti de l'hypothèse que l'actionnariat salarié exerçait une influence positive sur la création de valeur. Pourtant, il a dû conclure en l'absence d'influence d'une politique d'actionnariat salarié sur la création de valeur.

Revenons sur son étude :

Par régression, l'auteur a analysé l'impact sur la création de valeur actionnariale de l'appartenance à l'indice IAS, conjointement aux autres variables explicatives de la création de valeur. Les résultats

obtenus lui ont permis de déduire que l'association entre l'appartenance à l'indice IAS et la création de valeur actionnariale est non significative. L'idée prônant qu'un actionnariat salarié soutenu contribuerait à la création de valeur, notamment en réduisant les conflits et les coûts d'agence, se trouverait ainsi démentie.

Cependant, l'impact sur la croissance de l'activité et sur le taux de marge d'exploitation semble réel. Enfin, l'influence de l'appartenance au secteur des services sur la création de valeur apparaît statistiquement significative. Les coefficients relatifs aux autres variables n'apparaissent pas statistiquement significatifs, qu'il s'agisse de la taille ou de la structure d'actionnariat.

Les résultats obtenus se placent pour la plupart à l'encontre de la théorie. Ils s'opposent également aux études sur l'impact de l'actionnariat salariés sur la performance de l'entreprise, certainement car Thierry POULAIN-REHM ne prend en compte que les sociétés à actionnariat salarié significatif.

L'actionnariat salarié aurait donc des effets limités. Mais l'auteur rejette les annonces déclarant que :

- L'actionnariat salarié est uniquement un dispositif de partage du profit ; il reste, selon lui, également un dispositif managérial ;
- Les effets de l'actionnariat salariés sont visibles si la part du capital allouée aux salariés est élevée.

Enfin, l'auteur montre que la répartition de la valeur ajoutée ne diffère pas entre les entreprises appartenant à l'IAS et celles qui n'y appartiennent pas.

En conclusion, Thierry POULAIN-REHM ne confirme pas son hypothèse de départ ; **rien ne prouve donc que l'actionnariat salarié exerce une influence positive sur la création de valeur.**

Il admet que son étude reste partielle mais souligne toutefois que la mise en place d'une politique d'actionnariat salarié n'est pas un réel outil de création de valeur. Cette dernière n'est pas plus importante en la présence de tels plans. Ainsi, l'actionnariat salarié n'entraîne pas une redistribution des richesses accrue au profit des salariés, sous quelque forme que ce soit (valeur boursière, dividendes ou valeur comptable).

Au vu des critiques que nous pouvons apporter sur l'échantillon que nous avons analysé, nous irons donc dans le même sens que Thierry POULAIN-REHM.

- **Critiques de notre échantillon**

La comparaison entre les entreprises ne disposant d'aucun plan d'actionnariat salarié et celles en possédant un ne s'avère véritablement pertinente que dans la mesure où les sociétés étudiées au

sein de chaque groupe appartiennent aux mêmes secteurs d'activité, et détiennent des caractéristiques similaires (méthode des paires matchées).

Toutefois, l'analyse menée a exclu les sociétés dont les résultats exceptionnels auraient pu fausser l'étude. Ainsi, elle reflète davantage la situation économique de la période étudiée.

### c. La comparaison des indices boursiers nous permettent de compléter notre étude

Le site Internet de Nyse – Euronext nous permet de comparer l'évolution de l'IAS (Indice d'actionnariat salarié) au CAC 40, au SBF 120 et au SBF 250.



Euronext : Trois dernières années, évolution de l'IAS

Euronext : CAC 40



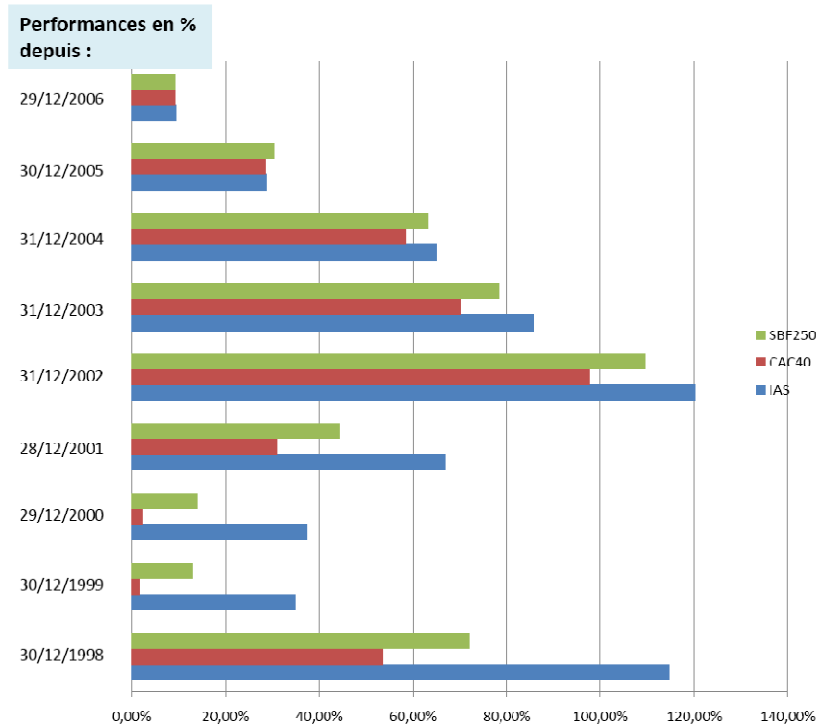
Euronext : SBF 120

Euronext : SBF 250

A première vue, on peut remarquer une similarité des courbes qui peut laisser prétendre que l'actionnariat salarié n'apparaît pas comme créateur de valeur puisque les fluctuations boursières restent les mêmes. L'impact des crises semble donc être aussi fort sur les entreprises à actionnariat salarié que sur les autres entreprises. Cependant, l'IAS est toujours nettement plus élevé que les

indices boursiers « traditionnels ». Les reprises ont lieu au même moment que les autres indices mais elles atteignent des résultats meilleurs (presque 3500 points en juin 2009 contre 3250 pour le CAC 40 et 2300 pour les SBF 120 et 250).

*Graphiques Valeur et Comparaisons CAC40/SBF250  
1999 - Juillet 2007*



Source : [www.fas.asso.fr](http://www.fas.asso.fr) (Fédération Française des Actionnaires Salariés et des Anciens Salariés)

Malgré tout, en mars 2009, on remarque que, pour la première fois, l'IAS chute plus bas que le CAC 40 (2350 points contre 2500 pour le CAC 40) même s'il reste bien supérieur aux SBF 120 et 250 (1750 points chacun).

Ainsi, l'étude par comparaison des indices confirme ce que nous avons souligné précédemment : l'actionnariat salarié est certes lié aux bonnes performances des entreprises mais il semble cependant les rendre plus sensibles aux fluctuations du marché en temps de crise. D'ARCIMOLES et TREBUCQ concluent de la même manière en affirmant que plus le pourcentage de capital détenu par les salariés est important, plus l'entreprise est sensible aux variations de l'indice de marché.

Enfin, on peut remarquer que les entreprises cotées à l'IAS (cf. Annexes pour la liste des sociétés cotées au 31 mars 2009) sont parmi les plus importantes capitalisations du marché. Ce sont également des groupes reconnus pour leurs performances élevées. Ainsi, l'IAS ne prend pas en compte toutes les entreprises dotées d'actionnariat salarié, ce qui fausse donc notre déduction faite

à partir de la comparaison qui indiquait qu'actionnariat salarié et création de richesse étaient corrélés.

De plus, la **composition sectorielle de l'IAS® n'est pas complète et reflète mal la réalité économique**. Ainsi, on remarque une représentation très élevée des secteurs financier (AXA, BNP, CREDIT AGRICOLE, DEXIA, ...) et pétrolier (ENTREPOSE CONTRACTING, TOTAL) alors que les entreprises exerçant leur activité dans des secteurs comme les matériaux de base, les services aux consommateurs et la technologie sont peu présentes.

TREBUCQ va dans ce sens en ajoutant qu'il existe une grande diversité d'actionnariats salariés selon la taille, le secteur d'activité et le marché de cotation des sociétés concernées.

Ainsi, il existe une grande dispersion sectorielle. Les secteurs d'activités les plus actifs en la matière sont la Construction et les Biens d'Équipements et Autres Services. Les secteurs les moins impliqués sont l'Immobilier et surtout les Sociétés d'Investissements.

#### L'actionnariat salarié selon les secteurs

Secteur	Pourcentage de sociétés impliquées	Pourcentage de capital détenu par les salariés
Construction	67%	7,4%
Biens d'équipements et autres services	50%	5%
Immobilier et sociétés d'investissement	17%	0,95%

Source : TREBUCQ, *Etat de l'actionnariat salarié en France au 31 décembre 2000 : premiers résultats statistique*

En outre, avec 15 entreprises représentées à l'IAS (sur un total de 33), le CAC 40 représente presque la moitié des sociétés qui construisent l'IAS. Celui-ci passe donc en un sens pour un dérivé du CAC 40.

#### Répartition par indice dans l'IAS® :

Indice	Nb valeurs	CAPI (Mn€)	% CAPI
CAC40	15	690 413	92,77
CAC Next20	5	45 760	6,15
CAC MID100	5	7 181	0,96
CAC SMALL90	8	2 305	0,31
EURONEXT FAS IAS®	33	744 257	100,00

Source : Site Internet de la FAS

TREBUCQ soutient ce point de vue en montrant qu'en moyenne, les entreprises ayant un actionnariat salarié ont une capitalisation boursière significativement plus élevée que celle des autres sociétés. Le phénomène est essentiellement présent au sein du Premier Marché mais TREBUCQ souligne que le pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés n'est pas pour autant différent entre les trois marchés.

## SYNTHESE

### 1. Synthèse des études passées rapportée par HOLLANDTS

HOLLANDTS réalise une synthèse des résultats empiriques sur la relation actionnariat salarié-performance.

*Tableau des études empiriques sur la relation actionnariat salarié – performance :*

Sens de la relation	Références
Négative	LIVINGSTON et HENRY (1980), FALEYE, MORCK et MEHROTRA (2006)
Neutre	GAO (1987), GORDON et POUND (1990), CHAPLINSKY et NIEHAUS (1994), BORSTADT et ZWIRLEIN (1995), BLASI et ALII (1996), LOUGEE (1999), TREBUCQ (2002)
Positive	CONTE et TANNENBAUM (1978), MARSCH et MC ALLISTER (1981), FITZROY et KRAFT (1987), CHANG (1990), OSWALD et JAHERA (1991), DONDI (1992), VAUGHAN-WHITEHEAD (1992), KUMBHAKAR et DUMBAR (1993), DAVIDSON et WORELL (1994), BEATTY (1995), PARK et SONG (1995), MEHRAN (1999), WELBOURNE et CYR (1999), KRUSE et BLASI (1999), IQBAL et HAMID (2000), BLAIR et ALII (2000), SESIL et ALII (2000), KRUSE (2002), TREBUCQ et d'ARCIMOLES (2002), PARK et ALII (2004)

*Source : Effet modérateur de la présence d'administrateurs salariés sur la relation actionnariat salarié-performance : une analyse empirique, Xavier HOLLANDTS, chercheur (Laboratoire de recherche INSEEC, Chercheur Associé EM LYON/IFGE) et Zied GUEDRI, professeur (EM LYON) ; Juin 1997*

Cependant, il note plusieurs limites à ces études passées qui paraissent à la fois trop théoriques, trop axées dans la relation simpliste capital/travail, etc. Ainsi, bien que la grande majorité des théoriciens penchent pour une relation positive entre actionnariat salarié et performance, les limitations au niveau de leurs études nous permettent de remettre en question la véracité de cette corrélation. Selon nous, la relation actionnariat salarié et performance de l'entreprise n'est pas si simple...

### 2. Notre synthèse

La première conclusion qui s'impose suite à nos analyses aussi bien qualitatives que quantitatives est la suivante : pour que l'actionnariat salarié ait un quelconque impact sur les performances et la création de valeur de l'entreprise, il faut qu'il soit significatif dans sa globalité, c'est-à-dire aussi bien sur le plan financier que sur le plan de la gouvernance d'entreprise.

Si l'on s'attache à certains points en particuliers, on remarque que :

- Souvent implantés pour accroître la motivation des employés et renforcer leur implication au travail, les plans d'actionnariat salarié semblent effectivement en mesure d'améliorer les performances individuelles, notamment lorsque le pourcentage de capital détenu dépasse le seuil de 5% ;
- Contrairement à certains arguments avancés, l'actionnariat salarié ne se positionne pas comme un outil de protection du capital d'une société, contre une éventuelle OPA, les professionnels de la fusions-acquisitions confirmant ainsi l'avis des directeurs financiers à ce sujet ;
- Les constatations des différentes professions interrogées, en matière de performances économiques et financières, tendent à se vérifier dans les chiffres analysés. Ainsi, s'il s'avère que pour certaines entreprises les résultats ont sensiblement été améliorés, pour la grande majorité cette progression est limitée et dépend du secteur étudié.
- Si les dirigeants financiers affirment que les capitaux apportés par l'actionnariat salarié servent en priorité à la consolidation du passif de leur entreprise, les taux d'endettement observés sur les sociétés du SBF 120 ne tendent pas à confirmer cette tendance;
- La valeur de l'entreprise considérée ne semble pas être affectée par la présence ou l'absence d'actionnariat salarié. De même, la corrélation entre création de valeur (calculée à l'aide du ratio MVA) et actionnariat salarié ne se vérifie pas pour toutes les sociétés analysées : elle paraît dépendre du secteur considéré.
- La question de la gouvernance d'entreprise rassemble les opinions des dirigeants et professionnels de la fusion-acquisition : ils estiment que les employés actionnaires sont peu impliqués dans la gestion de leur société. Pour les présidents d'associations, ceci tiendrait majoritairement au fait que ces salariés sont relégués à un simple rôle d'observateurs. Trop rares sont les entreprises qui laissent leurs employés contribuer à l'apport de nouvelles perspectives.

Nous avons au travers de nos lectures et de notre étude pu faire apparaître un point capital sur le lien entre actionnariat salarié et création de valeur: contrairement à la croyance première, l'actionnariat salarié dans son aspect financier n'est pas une cause de la performance des entreprises mais une conséquence. Ainsi, les entreprises déjà performantes mettent en place ces plans comme une rémunération complémentaire des salariés. La mise en place d'actionnariat salarié peut agir sur la motivation des salariés et légèrement augmenter leur productivité mais son effet reste limité à grande échelle. De plus, la création de richesse au sein de l'entreprise fait davantage partie de la

stratégie du Top Management que de la productivité du salarié lambda. Ainsi, l'actionnariat salarié est efficace au niveau de la direction mais ces effets sont peu significatifs au niveau de l'ensemble des salariés.

L'actionnariat salarié, s'il n'amène pas à une implication du personnel dans la gouvernance de l'entreprise, reste donc une diversification des revenus. Le salarié voit alors son revenu augmenter mais doit aussi supporter un double risque d'apport en capital humain et financier.

L'actionnariat salarié n'aura en outre d'effets sur la productivité du personnel que si le Top Management et les Ressources Humaines se soucient de valoriser les plans en communiquant sur les résultats, sur les événements qui impactent le cours de l'action : **développer l'aspect gouvernance est donc le seul moyen d'impacter positivement l'entreprise.**

En cette période de crise, on remarque deux thèses sur l'actionnariat salarié. Certains montrent qu'il continue son essor, d'autres soulignent que s'il y a croissance de ce type de plans, celle-ci est nettement ralentie. Ces personnes ne parlent en fait pas du même aspect de l'actionnariat salarié. En effet, l'aspect gouvernance, quand il est mis en place, favorise une cohésion en temps de difficultés économiques ; l'aspect financier, quant à lui, rend les entreprises davantage sensibles aux fluctuations de leur activité puisque, lorsqu'une entreprise est soumise à de fortes turbulences (OPA ou OPE hostiles, irruption de nouveaux concurrents à bas coûts, problématiques de délocalisation...), les intérêts financiers entre dirigeants (qui sont souvent de gros porteurs) et salariés (petits porteurs) divergent régulièrement et accentuent les effets de crise.

Ainsi, de récentes études (dont celle d'Hewitt Associates parue dans La Tribune du 28 avril 2009) montrent qu'en temps de crise 55 % des grandes entreprises (au sein du CAC40 et du SBF 120) ne lanceront pas de plans d'actionnariat salarié. Celles-ci expliquent leur décision par un contexte économique défavorable. Cela prouve que **l'actionnariat salarié n'est pas encore considéré par le Top Management comme un outil de création de valeur** et de dopage des performances mais bien comme un **plan dont les salariés peuvent profiter quand l'entreprise est saine.**

Aujourd'hui, l'actionnariat salarié **n'est donc pas un outil financier mais un outil managérial.** Il permet de motiver les salariés et de les fidéliser en améliorant leur implication et leurs revenus.

L'actionnariat salarié ne peut être créateur de richesse tant que nous resterons dans le schéma actuel d'une participation quasi nulle du salarié à la gouvernance de l'entreprise. Seule une prise de participation réelle du salarié peut permettre à ce plan d'influer sur la performance de l'entreprise.

L'actionnariat salarié n'aura pas d'effets réels tant que :

- le pourcentage de capital accessible aux salariés restera insuffisant pour produire une réelle incitation et des effets positifs significatifs et durables;
- les plans d'actionnariat des salariés resteront mis en place par les dirigeants désirant davantage l'enracinement que la performance.

**L'actionnariat salarié aura donc toujours un impact faible et complexe sur les résultats tant qu'il sera vu comme un outil financier.** La possibilité d'une corrélation véritable ne pourra être envisagée que lorsque l'actionnariat salarié sera considéré par les instances dirigeantes d'un point de vue social.

Afin de prolonger notre étude, il serait intéressant de voir si le CMPC des entreprises concernées par l'actionnariat salarié est moindre que celui des autres sociétés. En effet, peut-être les salariés ont-ils de moindres espérances de rendement que les actionnaires « traditionnels » ; ainsi, l'actionnariat salarié serait le financement idéal pour l'entreprise, entre coûts peu élevés et indépendance financière.

Si cette étude venait à être rendue possible par un accès simplifié aux données des entreprises, nous pourrions être en mesure de savoir si l'actionnariat salarié peut se placer en tant que moyen de financement d'avenir. En attendant, il ne se définit que comme **un outil managérial d'avenir.**

## LEXIQUE

**IAS®** : L'IAS® est le seul indice boursier de l'Actionnariat Salarié au monde. Il est *calculé depuis 1998*. NYSE EURONEXT calcule et diffuse l'IAS® en continu, de 9h à 17h30  
L'IAS® est une mesure crédible et pérenne de l'innovation économique et sociale représentée par l'actionnariat salarié.

**Sélection** : Le Comité Scientifique (modification de composition au 2T 2007) pilote l'IAS® et est garant de sa pérennité : entrées/sorties, critères, définitions, méthodologie, calculs, périodicité.

L'IAS intègre toutes les opérations sur titres.

**Révision** : selon modification de son indice de référence, le SBF250 et selon les critères Actionnariat Salarié significatif, sur décision du Comité Scientifique en réunion tous les 3 mois.

**Perspectives** : Extension de l'IAS® au niveau européen : l'EESI®

*Définition de la Fédération Française des Actionnaires Salariés et des Anciens Salariés*

## **ANNEXES**

<b>1. Etude de l'évolution de ratios financiers dans les entreprises du CAC 40 en fonction du pourcentage de capital détenu par les salariés .....</b>	<b>86</b>
<b>2. Analyse du SBF 120.....</b>	<b>89</b>
a. Etat de l'actionnariat : .....	89
b. Performance des entreprises sans actionnariat salarié : .....	91
c. Performance des entreprises dotées d'un actionnariat salarié : .....	97
<b>3. Sociétés cotées IAS fin Mars 2009.....</b>	<b>103</b>
<b>4. Questionnaire effectué .....</b>	<b>103</b>
a. Auprès de gérants ou DAF de PME.....	103
b. Auprès des DAF d'entreprises du SBF 120 ou du CAC 40.....	105
c. Auprès de personnes travaillant dans le domaine de la Fusion – Acquisition.....	106
d. Auprès d'associations d'actionnariat salarié.....	106
<b>5. Les études empiriques .....</b>	<b>108</b>
a. L'étude RUTGERS aux Etats-Unis.....	108
b. Etude de POUTSMA sur les états membres de l'Union Européenne .....	109
c. Etude de D'ARCIMOLES et TREBUCQ en France.....	109
d. TREBUCQ, les entreprises françaises et leur relation avec l'actionnariat salarié .....	110
e. Etude de Thierry POULAIN-REHM : lien entre actionnariat salarié et création de valeur ..	111
f. Etude de HOLLANDTS : l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.....	113

## Etude de l'évolution de ratios financiers dans les entreprises du CAC 40 en fonction du pourcentage de capital détenu par les salariés

	% d'Actionnariat Salarié	Progression du Chiffre d'affaires net (H.T.)	Progression du Résultat d'exploitation	Progression de la CAF avant répartition	Progression de l'Autonomie financière (%)
SCHNEIDER ELECTRIC SA	3,09	n.d.	132%	31%	15%
PERNOD RICARD	1	20%	144%	209%	-3%
UNIBAIL RODAMCO SE	0	5%	111%	1088%	88%
BOUYGUES	6,3	26%	146%	81%	-7%
ALSTOM	1	-16%	-33%	-66%	-27%
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	2,78	23%	44%	7%	11%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	1,4	35%	174%	-1449%	11%
LAFARGE	0	31%	31%	-17%	2%
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	1	1%	18%	26%	11%
VALLOUREC	0	38%	165%	146%	3%
CAP GEMINI	0	-25%	-138%	-166%	-21%
SUEZ Environnement	2	141%	45%	52%	-21%
LAGARDERE SCA	2,72	7%	48%	156%	-11%
ALCATEL LUCENT	1	-58%	-55%	21%	-11%
RENAULT	3,34	3%	-20%	146%	108%
PEUGEOT SA	3,8	29%	2%	-1%	-2%
PPR	0,1	-2%	-22%	-21%	47%
STMICROELECTRONICS SA	0	-11%	-141%	-21%	25%
AIR FRANCE-KLM	11	85%	36%	426%	-4%
ACCOR	2,04	9%	-15%	-19%	-6%
TOTAL SA	7,4	7%	69%	28%	2%
SANOFI AVENTIS	1	358%	82%	427%	-2%
GDF SUEZ	2,8	62%	83%	128%	-20%
FRANCE TELECOM	3,69	46%	188%	39%	-4%
VIVENDI	0,47	-53%	42%	-16%	10%
AXA	6,77	13%	-25%	-96%	11%
DANONE	1,6	-9%	12%	34%	-28%
ELECTRICITE DE FRANCE	2,01	36%	132%	30%	-56%
L'OREAL	0	15%	50%	28%	27%
ARCELORMITTAL FRANCE	0	-3%	-94%	3239%	14%
VINCI	8,7	52%	118%	63%	4%
LVMH	0	58%	24%	29%	-5%

	Progression du C.A. par effectif (milliers/pers.)	Progression de l'efficacité économique (milliers/pers.)	Progression de la productivité du potentiel de production	Progression de la productivité du capital financier	Progression de la Rentabilité économique (%)	Progression de la part des salariés dans la valeur ajoutée (%)
SCHNEIDER ELECTRIC SA	n.d.	457%	317%	n.d.	n.d.	n.d.
PERNOD RICARD	10%	40%	-11%	33%	104%	n.d.
UNIBAIL RODAMCO SE	-54%	-48%	25%	10%	35%	-46%
BOUYGUES	16%	60%	18%	67%	906%	-33%
ALSTOM	33%	17%	-25%	0%	-10%	n.d.
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	0%	-51%	-43%	-65%	54%	-5%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	8%	-56%	-95%	-100%	133%	n.d.
LAFARGE	n.d.	n.d.	-8%	-63%	-30%	n.d.
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	4%	29%	15%	62%	135%	-26%
VALLOUREC	n.d.	n.d.	1%	-8%	6%	-14%
CAP GEMINI	-20%	-86%	-85%	-80%	-82%	n.d.
SUEZ Environnement	n.d.	n.d.	115%	79%	24%	-24%
LAGARDERE SCA	-1%	28%	9%	39%	205%	-12%
ALCATEL LUCENT	-30%	-210%	-33%	-22%	-3%	n.d.
RENAULT	31%	-17%	-50%	-50%	-36%	n.d.
PEUGEOT SA	n.d.	n.d.	-67%	-29%	-21%	n.d.
PPR	14%	117%	-9%	90%	-1%	4%
STMICROELECTRONICS SA	-13%	-12%	-3%	-15%	-24%	18%
AIR FRANCE-KLM	6%	6%	11%	19%	204%	-19%
ACCOR	-6%	-22%	-15%	-35%	-17%	n.d.
TOTAL SA	19%	70%	25%	21%	44%	n.d.
SANOFI AVENTIS	38%	45%	-88%	115%	4%	n.d.
GDF SUEZ	n.d.	n.d.	13%	13%	26%	-23%
FRANCE TELECOM	27%	133%	338%	216%	16%	2382%
VIVENDI	n.d.	n.d.	-45%	7%	-30%	-22%
AXA	n.d.	n.d.	34%	835%	2%	-71%
DANONE	-12%	0%	36%	-26%	17%	n.d.
ELECTRICITE DE FRANCE	19%	3%	0%	-8%	-8%	3%
L'OREAL	5%	-52%	-58%	-40%	0%	-3%
ARCELORMITTAL FRANCE	26%	-55%	-68%	-50%	50%	174%
VINCI	39%	1325%	1200%	940%	157%	-10%
LVMH	-19%	-33%	-30%	13%	-19%	68%

## 1. Analyse du SBF 120

### a. Etat de l'actionnariat :

Sur 114 entreprises du SBF 120 :

- 46,49% n'ont pas d'actionnariat salarié
- 15,79% ont moins de 1% d'actionnariat salarié
- 27,19% ont moins de 5% d'actionnariat salarié
- 10,53% ont plus de 5% d'actionnariat salarié

	Aucun actionnariat salarié	Moins de 1%	De 1 à 5%	Plus de 5%
ADP	x			
ALTEN	x			
ALTRAN	x			
APRIL GROUP		x		
AREVA		x		
ARKEMA			x	
ATOS ORIGIN				x
BENETEAU	x			
BIC	x			
BONDUELLE			x	
BOURBON			x	
BUREAU VERITAS			x	
CARBONE LORRAINE			x	
CASINO GUICHARD PERRACHON				
CGG VERITAS	x			
CIMENT Français	x			
CLUB MED		x		
CNP ASSURANCES	x			
DASSAULT SYSTEMES	x			
DERICHEBOURG			x	
EDF ENERGIES NOUVELLES	x			
EIFFAGE				x
ERAMET		x		
EULER HERMES	x			
EURAZEO			x	
EUTELSAT		x		
FIMALAC	x			
FONCIERE DES REGIONS	x			
GECINA	x			
GEMALTO	x			
HAULOTTE GROUP	x			
HAVAS		x		
HERMES INTERNATIONAL	x			
ICADE	x			
ILIAD	x			
IMERYS	x			
INTERNATIONAL METAL SERVICE			x	
INGENICO	x			
IPSEN	x			
IPSOS			x	
JC DECAUX	x			
EUROFINS SCIENTIFIC	x			
EUROTUNNEL	x			
GROUP STERIA	x			
KLEPIERRE	x			
LEGRAND				x
M6	x			
MAUREL ET PROM	x			
NATIXIS		x		

	Aucun actionnariat salarié	Moins de 1%	De 1 à 5%	Plus de 5%
NEOPOST			x	
NEXANS			x	
NEXITY				x
NICOX	x			
NYSE EURONEXT	x			
ORPEA	x			
PAGES JAUNES GROUPE	x			
PUBLICIS	x			
REMY COINTREAU	x			
REXEL	x			
RHODIA			x	
SAFRAN				x
SAFT			x	
SAINT GOBAIN				x
SCORE	x			
SEB			x	
SILIC		x		
SODEXO	x			
SOITEC SILICON	x			
SPERIAN PROTECTION	x			
STALLERGENES		x		
ST MICROELECTRONICS	x			
SIDEC SECHILLENNE	x			
SECHE ENVIRONNEMENT	x			
TECHNIP			x	
TF1			x	
THALES	actionnariat salarié non dissocié du public			
THOMSON			x	
TELEPERFORMANCE	x			
UBISOFT	actionnariat salarié non dissocié du public			
VALEO			x	
WENDEL	x			
ZODIAC AEROSPACE				x
SCHNEIDER ELECTRIC SA	3,09		x	
PERNOD RICARD	1	x		
UNIBAIL RODAMCO SE	x			
BOUYGUES	6,3			x
ALSTOM	1	x		
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	2,78		x	
VEOLIA ENVIRONNEMENT	1,4		x	
LAFARGE	x			
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	1	x		
VALLOUREC	x			
CAP GEMINI	x			
SUEZ Environnement	2		x	
LAGARDERE SCA	2,72		x	
ALCATEL LUCENT	1	x		
RENAULT	3,34		x	
PEUGEOT SA	3,8		x	
PPR	0,1	x		
STMICROELECTRONICS SA	x			
AIR FRANCE-KLM	11			x
ACCOR	2,04		x	
TOTAL SA	7,4			x
SANOFI AVENTIS	1	x		
GDF SUEZ	2,8		x	
FRANCE TELECOM	3,69		x	
VIVENDI	0,47	x		
AXA	6,77			x
DANONE	1,6		x	
ELECTRICITE DE FRANCE	2,01		x	
L'ORÉAL	x			
ARCELORMITTAL FRANCE	x			
VINCI	8,7			x
LVMH	x			
CARREFOUR			x	
TOTAL	53	18	31	12

**b. Performance des entreprises sans actionnariat salarié :**

CA	2005	2004	2003
ADP	5,15	6,37	
ALTEN		18,42	2,11
ALTRAN		6,05	-2,56
BENETEAU	11,69	12,32	2,69
BIC	-0,41	1,93	-8,81
CGG VERITAS	25,45	13,11	-12,60
CIMENT Français	17,48	5,56	-1,07
DASSAULT SYSTEMES		5,53	-2,49
EDF ENERGIES NOUVELLES	82,59	-15,46	94,41
EULER HERMES	390,98	261,90	88,46
FIMALAC	-50,91	-9,78	-3,31
FONCIERE DES REGIONS		92,62	44,84
GECINA	4,42	0,00	67,94
HAULOTTE GROUP		29,34	9,98
HERMES INTERNATIONAL	7,21	8,21	-0,99
ICADE	-7,62	16,53	3,47
ILIAD		67,70	82,86
IMERYS	6,00	5,26	-4,66
INGENICO	2,31	19,96	-17,12
IPSEN	1621,02	-81,50	0,00
JC DECAUX	6,99	5,65	-2,15
EUROFINS SCIENTIFIC	32,81	4,06	4,37
GROUP STERIA	19,50	1,33	-4,67
KLEPIERRE	4,11	11,69	11,94
M6	6,88	1,28	24,08
MAUREL ET PROM		192,39	69,95
NICOX			
ORPEA		23,28	23,26
PAGES JAUNES GROUPE	9,00	10,24	
PUBLICIS	7,90	-88,11	29,98
REMY COINTREAU	1,88	-11,19	-1,89
REXEL		2,19	-9,71
SODEXO	1,55	-1,65	-7,33
SOITEC SILICON	57,57	-13,09	8,50
SPERIAN PROTECTION	-1,68	-11,26	-9,37
SIDEC SECHILLENNE	210,737	158,029	-53,442
SECHE ENVIRONNEMENT	-11,15	35,74	156,08
TELEPERFORMANCE		10,42	-7,41
WENDEL	220,04	46,74	7,18
UNIBAIL RODAMCO SE	-20,81	-4,64	0,81
LAFARGE	10,62	5,70	-6,52
VALLOUREC		27,88	-6,84
CAP GEMINI		9,33	-18,35
STMICROELECTRONICS SA	-7,06	-3,91	-0,68
L'OREAL	-0,01	3,59	-1,81
ARCELORMITTAL FRANCE	-15,52	-6,12	1,90
LVMH	8,47	10,59	0,45
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>16,23</b>	<b>23,82</b>	<b>11,51</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>17,18</b>		

<i>Equilibre financier</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
ADP	1,07	1,02	
ALTEN		1,32	1,31
ALTRAN		1,65	1,41
BENETEAU	1,45	1,51	1,45
BIC	1,41	1,36	1,35
CGG VERITAS	1,15	1,17	1,10
CIMENT Français	1,11	1,07	1,07
DASSAULT SYSTEMES		4,01	3,46
EDF ENERGIES NOUVELLES	1,11	1,09	1,07
EULER HERMES	1,00	1,00	0,98
FIMALAC	1,46	1,12	1,07
FONCIERE DES REGIONS		1,02	1,02
GECINA	1,00	0,98	0,96
HAULOTTE GROUP		2,14	2,48
HERMES INTERNATIONAL	1,76	1,89	1,88
ICADE	1,03	1,03	0,97
ILIAD		0,79	0,73
IMERYS	1,18	1,16	1,14
INGENICO	1,96	1,63	1,64
IPSEN	1,17	0,96	0,93
JC DECAUX	1,07	1,06	0,99
EUROFINS SCIENTIFIC	1,20	1,23	1,11
GROUP STERIA	1,33	1,29	1,32
KLEPIERRE	1,03	1,02	0,99
M6	1,66	1,27	1,30
MAUREL ET PROM		n.d.	1,22
NICOX	12,09	27,62	14,72
ORPEA		1,01	0,98
PAGES JAUNES GROUPE	2,78	3,80	4,96
PUBLICIS	1,14	1,05	1,18
REMY COINTREAU	1,65	1,67	1,60
REXEL		1,20	1,09
SODEXO	0,96	0,91	0,90
SOITEC SILICON	1,43	1,38	1,62
SPERIAN PROTECTION	1,27	1,27	1,32
SIDEC SECHILLENNE	1,070	1,140	1,050
SECHE ENVIRONNEMENT	1,10	1,11	1,09
TELEPERFORMANCE		1,44	n.d.
WENDEL	1,27	1,25	1,06
UNIBAIL RODAMCO SE	n.d.	0,99	0,82
LAFARGE	1,21	1,12	1,10
VALLOUREC		1,76	1,67
CAP GEMINI		1,39	1,35
STMICROELECTRONICS SA	1,34	1,34	1,26
L'OREAL	1,07	1,20	1,19
ARCELORMITTAL FRANCE	1,14	1,04	1,14
LVMH	1,68	1,75	1,58
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>1,33</b>	<b>1,37</b>	<b>1,40</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>1,37</b>		

<i>Rentabilité économique</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
ADP	31,75	61,63	33,53
ALTEN		13,91	12,09
ALTRAN		4,99	2,95
BENETEAU	16,28	15,89	16,48
BIC	46,91	51,92	52,32
CGG VERITAS	8,86	3,42	1,93
CIMENT Français	28,76	26,08	26,39
DASSAULT SYSTEMES		29,00	28,91
EDF ENERGIES NOUVELLES	2,01	61,96	47,09
EULER HERMES	-318,22	-3030,83	-3525,17
FIMALAC	23,17	15,75	17,32
FONCIERE DES REGIONS		58,29	47,13
GECINA	78,31	58,40	58,35
HAULOTTE GROUP		15,59	8,57
HERMES INTERNATIONAL	30,90	30,35	30,56
ICADE	76,41	61,92	62,20
ILIAD		24,71	11,34
IMERYS	19,86	44,69	42,37
INGENICO	1,89	4,03	25,25
IPSEN	-23,51	-119,86	-60,64
JC DECAUX	25,62	28,57	27,00
EUROFINS SCIENTIFIC	16,41	17,32	13,01
GROUP STERIA	7,29	4,66	5,95
KLEPIERRE	83,91	79,13	79,25
M6	36,34	28,02	31,33
MAUREL ET PROM		53,11	35,17
NICOX	-242,6	n.d.	n.d.
ORPEA		17,86	18,26
PAGES JAUNES GROUPE	35,77	42,75	41,73
PUBLICIS	40,54	42,56	92,99
REMY COINTREAU	48,84	21,83	23,41
REXEL		4,64	3,72
SODEXO	18,86	5,99	5,58
SOITEC SILICON	-3,09	-31,69	0,37
SPERIAN PROTECTION	13,58	12,34	11,26
SIDEC SECHILLENNE	39,190	15,880	23,520
SECHE ENVIRONNEMENT	21,56	17,53	16,32
TELEPERFORMANCE		10,07	9,60
WENDEL	18,85	24,62	36,81
UNIBAIL RODAMCO SE	80,08	91,11	67,84
LAFARGE	14,76	20,98	20,65
VALLOUREC		39,22	37,66
CAP GEMINI		0,92	2,69
STMICROELECTRONICS SA	13,06	14,81	15,49
L'OREAL	15,91	17,61	15,97
ARCELORMITTAL FRANCE	-32,04	1,85	-3,89
LVMH	38,18	38,73	41,09
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>27,57</b>	<b>23,57</b>	<b>25,55</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>25,56</b>		

<i>Endettement</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
ADP	48,69	33,44	
ALTEN		2,49	2,97
ALTRAN		52,21	47,01
BENETEAU	3,94	2,71	4,03
BIC	1,44	1,02	1,51
CGG VERITAS	19,17	17,63	13,91
CIMENT Français	21,11	16,63	19,82
DASSAULT SYSTEMES		2,56	3,20
EDF ENERGIES NOUVELLES	65,31	60,80	53,00
EULER HERMES	23,90	26,28	36,58
FIMALAC	41,74	26,09	28,47
FONCIERE DES REGIONS		59,77	63,49
GECINA	39,52	43,04	40,77
HAULOTTE GROUP		17,35	4,81
HERMES INTERNATIONAL	3,34	5,03	6,25
ICADE	43,25	37,56	39,04
ILIAD		11,39	18,28
IMERYS	24,20	20,91	21,76
INGENICO	46,01	26,54	21,66
IPSEN	0,04	10,20	11,78
JC DECAUX	18,76	14,80	13,74
EUROFINS SCIENTIFIC	34,31	28,82	26,31
GROUP STERIA	17,47	5,62	9,56
KLEPIERRE	55,57	52,61	49,27
M6	15,93	0,88	3,39
MAUREL ET PROM		n.d.	40,14
NICOX	0,1	0,02	0,1
ORPEA		52,92	56,84
PAGES JAUNES GROUPE	1,85	1,95	3,53
PUBLICIS	34,89	37,07	47,82
REMY COINTREAU	36,92	38,27	35,61
REXEL		16,87	13,70
SODEXO	38,68	34,18	36,17
SOITEC SILICON	57,37	53,22	51,04
SPERIAN PROTECTION	28,76	32,95	34,83
SIDEC SECHILLENNE	55,840	34,720	25,270
SECHE ENVIRONNEMENT	25,89	31,05	33,80
TELEPERFORMANCE		33,37	n.d.
WENDEL	48,31	51,23	33,05
UNIBAIL RODAMCO SE	n.d.	55,65	39,28
LAFARGE	36,65	26,26	28,49
VALLOUREC		15,59	19,43
CAP GEMINI		15,72	16,60
STMICROELECTRONICS SA	0,84	1,75	2,77
L'OREAL	12,53	12,58	5,96
ARCELORMITTAL FRANCE	32,35	35,54	39,68
LVMH	0,15	0,13	0,01
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>29,28</b>	<b>25,12</b>	<b>24,43</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>26,28</b>		

<i>Rentabilité nette</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
ADP	9,39	7,24	7,31
ALTEN		6,99	2,72
ALTRAN		-0,08	-6,91
BENETEAU	7,99	8,32	9,14
BIC	11,34	7,15	8,14
CGG VERITAS	-0,69	1,75	-1,65
CIMENT Français	13,13	9,71	9,66
DASSAULT SYSTEMES		18,13	15,12
EDF ENERGIES NOUVELLES	6,11	4,23	4,89
EULER HERMES	3802,34	9412,41	24604,76
FIMALAC	10,37	3,23	-25,92
FONCIERE DES REGIONS		30,60	42,91
GECINA	128,11	35,48	108,93
HAULOTTE GROUP		5,66	1,38
HERMES INTERNATIONAL	17,59	16,08	17,94
ICADE	24,18	14,78	10,61
ILIAD		8,31	11,56
IMERYS	10,24	7,38	5,94
INGENICO	-9,19	-1,03	-6,08
IPSEN	906,67	31815,47	2240,21
JC DECAUX	11,40	5,40	3,57
EUROFINS SCIENTIFIC	5,90	2,53	-0,91
GROUP STERIA	3,28	2,30	2,28
KLEPIERRE	32,49	28,42	27,88
M6	12,24	11,58	11,05
MAUREL ET PROM		35,84	53,84
NICOX	-237,56	n.d.	n.d.
ORPEA		7,97	7,07
PAGES JAUNES GROUPE	24,68	23,99	26,12
PUBLICIS	10,03	6,17	0,54
REMY COINTREAU	2,98	8,70	10,14
REXEL		1,88	1,14
SODEXO	1,45	1,71	1,46
SOITEC SILICON	-7,66	-40,64	0,30
SPERIAN PROTECTION	6,44	-3,87	1,92
SIDEC SECHILLENNE	24,940	43,620	82,670
SECHE ENVIRONNEMENT	-5,45	-6,75	-4,16
TELEPERFORMANCE		4,53	3,52
WENDEL	15,33	32,98	39,60
UNIBAIL RODAMCO SE	323,94	39,26	47,36
LAFARGE	8,92	7,84	7,07
VALLOUREC		8,29	3,24
CAP GEMINI		-5,71	-3,41
STMICROELECTRONICS SA	2,19	2,63	-1,21
L'OREAL	13,58	24,96	10,69
ARCELORMITTAL FRANCE	435,59	210,71	46,51
LVMH	52,03	45,03	57,92
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>14,78</b>	<b>10,32</b>	<b>13,29</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>12,79</b>		

<i>Rentabilité des fonds propres</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
ADP	9,72	9,34	9,27
ALTEN		26,79	9,67
ALTRAN		-0,39	-23,35
BENETEAU	26,96	26,67	31,27
BIC	17,20	10,46	11,06
CGG VERITAS	-0,84	3,08	-2,43
CIMENT Français	17,05	16,17	16,31
DASSAULT SYSTEMES		25,98	23,22
EDF ENERGIES NOUVELLES	12,88	5,31	7,56
EULER HERMES	10,51	5,52	4,08
FIMALAC	10,78	5,62	-31,79
FONCIERE DES REGIONS		12,00	10,09
GECINA	14,84	4,71	16,41
HAULOTTE GROUP		10,31	1,96
HERMES INTERNATIONAL	21,29	19,76	23,07
ICADE	3,89	3,04	1,85
ILIAD		29,71	158,65
IMERYS	22,71	16,79	12,98
INGENICO	-28,37	-3,41	-14,12
IPSEN	6,17	21,50	7,70
JC DECAUX	12,81	6,48	4,21
EUROFINS SCIENTIFIC	20,15	8,01	-2,92
GROUP STERIA	17,20	11,35	12,37
KLEPIERRE	6,76	5,57	5,01
M6	42,05	41,57	45,06
MAUREL ET PROM		26,78	23,49
NICOX	-28,43	-20,93	-30,92
ORPEA		18,28	15,69
PAGES JAUNES GROUPE	186,91	155,66	226,65
PUBLICIS	24,48	34,15	28,67
REMY COINTREAU	2,48	7,39	10,21
REXEL		9,79	5,82
SODEXO	8,51	9,75	7,98
SOITEC SILICON	-9,64	-24,65	0,21
SPERIAN PROTECTION	8,86	-5,86	3,18
SIDEC SECHILLENNE	27,740	21,480	19,190
SECHE ENVIRONNEMENT	-8,21	-9,95	-4,25
TELEPERFORMANCE		14,58	10,06
WENDEL	35,82	24,55	21,83
UNIBAIL RODAMCO SE	48,71	11,67	9,86
LAFARGE	12,94	11,52	10,25
VALLOUREC		25,93	7,94
CAP GEMINI		-10,68	-5,53
STMICROELECTRONICS SA	2,84	3,72	-1,79
L'OREAL	12,88	52,31	22,59
ARCELORMITTAL FRANCE	72,33	57,01	10,93
LVMH	68,35	55,91	92,96
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>20,03</b>	<b>17,04</b>	<b>19,54</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>18,87</b>		

Entreprises exclues de l'analyse par manque de données ou par des résultats qui fausseraient l'analyse

## c. Performance des entreprises dotées d'un actionnariat salarié :

CA	2005	2004	2003
APRIL GROUP	31,32	26,07	13,81
AREVA	-8,86	34,57	-0,12
ATOS ORIGIN		74,72	-0,27
BONDUELLE	2,33	5,70	5,43
BOURBON	-8,27	8,90	8,79
BUREAU VERITAS	15,90	10,76	12,05
CARBONE LORRAINE	-8,33	1,05	-12,69
CASINO GUICHARD PERRACHON		0,81	0,55
CLUB MED	-0,63	-0,56	-7,74
DERICHEBOURG	-24,74	-4,77	-2,99
EIFFAGE	8,80	9,94	3,74
ERAMET	7,58	26,68	-5,06
EURAZEO	88,06		
HAVAS		-72,79	-12,78
INTERNATIONAL METAL SERVICE	9,17	38,45	-3,73
IPSOS	18,56	6,30	5,81
NEOPOST	0,55	-1,28	32,28
NEXANS	11,20	24,87	-4,20
NEXITY		15,92	250,80
RHODIA	5,00	-3,15	-17,59
SAFRAN		12,25	15,10
SAINT GOBAIN		8,23	-2,26
SEB		-0,39	-5,91
SILIC	7,14	5,30	8,81
STALLERGENES		10,77	14,45
TECHNIP	4,57	9,13	5,81
TF1	0,42	4,31	4,51
THALES	-0,24	-2,66	-4,82
THOMSON	-28,81	-5,50	-16,96
UBISOFT	5,82	12,25	22,76
VALEO	5,23	2,22	-5,80
ZODIAC AEROSPACE	16,80	6,31	-2,59
BOUYGUES	2,87	7,24	-1,91
AIR France-KLM	54,64	-2,76	1,27
TOTAL SA	-0,07	17,25	2,06
AXA			
VINCI	10,36	7,78	3,17
SCHNEIDER ELECTRIC SA	n.d.	n.d.	n.d.
PERNOD RICARD		48,46	-26,92
ALSTOM	-18,13	-21,84	-8,96
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	7,25	6,80	-1,02
VEOLIA ENVIRONNEMENT	7,77	-20,45	18,23
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	-0,63	2,08	-1,76
SUEZ Environnement		-1,80	109,81
LAGARDERE SCA	-2,81	7,51	-5,77
ALCATEL LUCENT	7,09	-1,98	-24,38
RENAULT	1,53	8,50	3,27
PEUGEOT SA		4,84	-0,36
PPR		-0,61	-11,01
ACCOR	7,78	3,57	-4,36
SANOFI AVENTIS	81,55	86,92	8,06
GDF SUEZ		8,90	14,44
FRANCE TELECOM	3,99	2,25	-1,09
VIVENDI	-9,07	-15,91	-9,36
DANONE	-4,9	4,3	-3,1
ELECTRICITE DE FRANCE		4,47	-7,11
CARREFOUR	2,52	3,10	2,56
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>5,42</b>	<b>7,98</b>	<b>6,70</b>
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>15,57</b>	<b>15,69</b>	<b>26,91</b>
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>6,70</b>	
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>19,39</b>	

<i>Equilibre financier</i>	2005	2004	2003
APRIL GROUP	1,14	1,20	1,29
AREVA	1,05	1,02	1,03
ATOS ORIGIN		1,26	1,33
BONDUELLE	1,34	1,27	1,33
BOURBON	1,16	1,13	1,16
BUREAU VERITAS	1,28	1,07	1,35
CARBONE LORRAINE	1,38	1,28	1,23
CASINO GUICHARD PERRACHON		1,07	1,06
CLUB MED	1,01	1,03	1,04
DERICHEBOURG	1,09	1,00	1,05
EIFFAGE	n.d.	0,98	1,18
ERAMET	1,42	1,29	1,31
EURAZEO	1,27	1,14	n.d.
HAVAS		1,14	1,17
INTERNATIONAL METAL SERVICE	2,58	2,13	1,94
IPSOS	1,24	1,17	1,16
NEOPOST	1,18	1,18	1,24
NEXANS	1,35	1,26	1,23
NEXITY	2,46	2,41	3,13
RHODIA	1,20	1,10	1,09
SAFRAN		2,05	2,26
SAINT GOBAIN		1,22	0,96
SEB		1,46	1,51
SILIC	0,97	0,95	0,93
STALLERGENES		1,20	1,23
TECHNIP	1,14	1,14	1,04
TF1	1,66	1,16	1,14
THALES	1,57	1,20	1,16
THOMSON	1,32	1,44	1,51
UBISOFT	1,44	1,46	1,61
VALEO	1,13	1,16	1,15
ZODIAC AEROSPACE	1,26	1,31	1,32
BOUYGUES	1,09	1,06	0,97
AIR France-KLM	1,15	1,05	1,02
TOTAL SA	1,12	1,09	1,11
AXA	1,02	1,03	1,05
VINCI	1,25	1,20	1,25
SCHNEIDER ELECTRIC SA	1,8	1,54	2,1
PERNOD RICARD		1,60	1,38
ALSTOM	1,13	1,16	1,18
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	1,42	1,46	1,45
VEOLIA ENVIRONNEMENT	1,25	1,42	1,25
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	1,14	1,35	1,37
SUEZ Environnement		1,02	1,03
LAGARDERE SCA	1,04	1,12	1,05
ALCATEL LUCENT	1,37	1,33	1,32
RENAULT	1,52	1,63	1,68
PEUGEOT SA		1,63	1,66
PPR		1,30	1,24
ACCOR	1,30	1,07	1,06
SANOFI AVENTIS	1,09	1,11	2,20
GDF SUEZ		1,07	1,06
FRANCE TELECOM	1,08	1,03	1,03
VIVENDI	1,03	1,02	0,91
DANONE	1,2	0,9	1,1
ELECTRICITE DE FRANCE		1,02	1,06
CARREFOUR	0,90	0,89	0,91
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>1,30</b>	<b>1,27</b>	<b>1,32</b>
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>1,39</b>	<b>1,36</b>	<b>1,45</b>
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>1,30</b>	
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>1,40</b>	

<i>Rentabilité économique</i>	2005	2004	2003
APRIL GROUP	18,52	7,50	9,22
AREVA	12,16	8,74	4,14
ATOS ORIGIN	13,16	13,16	18,57
BONDUELLE	7,80	4,38	8,26
BOURBON	23,51	17,68	13,90
BUREAU VERITAS	13,30	13,93	12,86
CARBONE LORRAINE	10,63	12,58	10,96
CASINO GUICHARD PERRACHON		6,98	6,62
CLUB MED	4,28	6,75	0,37
DERICHEBOURG	3,53	4,43	5,16
EIFFAGE	6,71	3,83	4,26
ERAMET	24,26	49,39	36,93
EURAZEO	43,27	37,5	n.d.
HAVAS		42,84	12,06
INTERNATIONAL METAL SERVICE	16,44	18,86	14,81
IPSOS	8,97	10,56	9,00
NEOPOST	31,66	28,70	26,20
NEXANS	3,40	2,76	2,34
NEXITY	16,58	18,39	9,15
RHODIA	2,52	4,01	6,69
SAFRAN		7,52	6,98
SAINT GOBAIN		8,84	9,13
SEB		9,15	8,48
SILIC	64,87	58,92	61,88
STALLERGENES		19,26	18,96
TECHNIP	4,11	94,30	7,33
TF1	20,13	44,70	45,83
THALES	7,03	6,03	4,73
THOMSON	7,70	-3,85	6,01
UBISOFT	28,90	24,87	24,49
VALEO	2,69	10,47	5,04
ZODIAC AEROSPACE	12,79	14,84	16,27
BOUYGUES	12,07	7,28	6,48
AIR France-KLM	11,76	10,68	11,59
TOTAL SA	24,02	33,24	35,18
AXA	n.d.	63,59	n.d.
VINCI	9,24	100,00	7,43
SCHNEIDER ELECTRIC SA	n.d.	n.d.	n.d.
PERNOD RICARD		19,65	20,92
ALSTOM	4,03	1,80	-2,37
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	30,29	17,87	60,59
VEOLIA ENVIRONNEMENT	-22,91	-29,48	-22,97
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	26,29	31,98	30,94
SUEZ Environnement		60,44	48,90
LAGARDERE SCA	7,05	6,45	4,65
ALCATEL LUCENT	6,92	7,97	2,65
RENAULT	3,20	8,81	3,74
PEUGEOT SA		3,78	6,01
PPR		24,83	23,31
ACCOR	15,07	89,25	15,22
SANOFI AVENTIS	27,28	-4,42	35,13
GDF SUEZ		22,58	24,83
FRANCE TELECOM	37,19	38,72	37,52
VIVENDI	18,52	16,77	13,35
DANONE	14,7	13,9	14,2
ELECTRICITE DE FRANCE		25,93	25,04
CARREFOUR	4,88	5,95	6,21
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>14,20</b>	<b>20,46</b>	<b>15,76</b>
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>13,31</b>	<b>21,78</b>	<b>12,50</b>
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>16,81</b>	
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>15,86</b>	

<i>Endettement</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
APRIL GROUP	9,00	2,38	3,98
AREVA	6,07	2,57	2,04
ATOS ORIGIN		22,21	29,58
BONDUELLE	28,61	26,91	26,78
BOURBON	47,33	50,43	49,47
BUREAU VERITAS	46,87	48,14	10,00
CARBONE LORRAINE	30,25	18,05	25,04
CASINO GUICHARD PERRACHON		44,95	44,77
CLUB MED	23,42	28,74	28,51
DERICHEBOURG	40,26	50,16	49,35
EIFFAGE	n.d.	11,68	20,84
ERAMET	4,29	3,77	10,87
EURAZEO	15,65	19,74	n.d.
HAVAS		29,89	43,84
INTERNATIONAL METAL SERVICE	26,02	25,68	23,53
IPSOS	38,20	33,22	33,91
NEOPOST	22,39	31,59	39,38
NEXANS	13,07	8,09	3,47
NEXITY	41,95	54,61	71,30
RHODIA	31,73	28,57	30,50
SAFRAN		2,95	9,37
SAINT GOBAIN		22,42	5,71
SEB		18,95	14,54
SILIC	37,12	28,86	22,00
STALLERGENES		9,08	17,35
TECHNIP	32,09	32,49	26,54
TF1	29,61	20,75	19,51
THALES	32,00	22,03	22,30
THOMSON	37,86	28,47	23,02
UBISOFT	30,13	31,16	39,35
VALEO	20,49	16,45	17,07
ZODIAC AEROSPACE	48,41	34,82	34,76
BOUYGUES	27,43	26,10	21,11
AIR France-KLM	33,33	26,98	26,22
TOTAL SA	11,93	10,72	11,13
AXA	25,59	24,95	23,07
VINCI	34,82	36,02	40,93
SCHNEIDER ELECTRIC SA	28,2	15,59	24,55
PERNOD RICARD		30,22	24,15
ALSTOM	26,55	37,15	40,43
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	18,50	19,91	22,81
VEOLIA ENVIRONNEMENT	49,82	51,92	53,53
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	24,14	22,10	23,31
SUEZ Environnement		19,73	16,99
LAGARDERE SCA	23,21	23,10	22,56
ALCATEL LUCENT	15,47	17,75	19,76
RENAULT	31,00	43,88	45,91
PEUGEOT SA		40,72	40,86
PPR		44,03	40,08
ACCOR	38,74	31,60	32,72
SANOFI AVENTIS	13,02	22,00	4,20
GDF SUEZ		11,46	14,04
FRANCE TELECOM	58,68	31,16	33,16
VIVENDI	12,73	15,65	26,09
DANONE	37,8	9,6	31,4
ELECTRICITE DE FRANCE		12,56	24,19
CARREFOUR	28,27	27,21	32,07
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>29,04</b>	<b>26,25</b>	<b>27,24</b>
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>28,27</b>	<b>22,59</b>	<b>24,63</b>
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>27,51</b>	
<b>Moyenne sur la période</b>		<b>25,16</b>	

<i>Rentabilité nette</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
APRIL GROUP	12,15	10,58	9,15
AREVA	11,29	4,91	5,73
ATOS ORIGIN		0,32	-5,20
BONDUELLE	2,27	2,71	3,01
BOURBON	21,03	9,48	6,47
BUREAU VERITAS	9,29	7,18	7,40
CARBONE LORRAINE	3,77	2,36	-6,24
CASINO GUICHARD PERRACHON		2,54	2,44
CLUB MED	0,31	-2,69	-5,84
DERICHEBOURG	-1,92	-9,21	-1,75
EIFFAGE	3,54	2,27	1,96
ERAMET	19,10	18,84	-6,38
EURAZEO	120,83	10,57	n.d.
HAVAS		2,88	-7,09
INTERNATIONAL METAL SERVICE	4,87	4,05	0,29
IPSOS	5,23	2,42	2,59
NEOPOST	14,30	11,12	9,18
NEXANS	2,15	1,16	0,28
NEXITY	10,45	6,03	4,64
RHODIA	-11,09	-11,66	-24,68
SAFRAN		3,76	3,75
SAINT GOBAIN		3,50	3,60
SEB		5,34	6,43
SILIC	26,15	23,70	29,20
STALLERGENES		10,34	8,56
TECHNIP	1,77	0,14	-0,40
TF1	8,11	7,65	6,73
THALES	3,34	2,01	1,18
THOMSON	-10,05	-7,94	0,40
UBISOFT	3,60	-1,74	1,06
VALEO	1,48	1,92	2,16
ZODIAC AEROSPACE	5,11	6,28	6,30
BOUYGUES	4,25	4,53	2,87
AIR France-KLM	1,88	0,79	0,98
TOTAL SA	10,31	8,05	6,90
AXA	n.d.	136,94	n.d.
VINCI	4,65	4,30	3,57
SCHNEIDER ELECTRIC SA	n.d.	n.d.	n.d.
PERNOD RICARD		12,52	13,36
ALSTOM	-6,32	-11,01	-6,64
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	11,92	10,08	9,48
VEOLIA ENVIRONNEMENT	129,79	189,29	183,04
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	5,70	3,36	2,14
SUEZ Environnement		2,49	-3,64
LAGARDERE SCA	5,39	3,20	2,87
ALCATEL LUCENT	7,39	2,83	-15,38
RENAULT	8,35	8,89	6,70
PEUGEOT SA		2,41	2,79
PPR		4,25	3,06
ACCOR	4,78	3,69	4,45
SANOFI AVENTIS	9,49	-24,04	25,83
GDF SUEZ		6,10	5,89
FRANCE TELECOM	12,97	6,37	8,08
VIVENDI	21,89	8,33	0,27
DANONE	12,8	3,7	7,8
ELECTRICITE DE FRANCE		2,74	2,02
CARREFOUR	2,12	2,04	2,47
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>9,60</b>	<b>9,48</b>	<b>6,30</b>
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>5,74</b>	<b>3,62</b>	<b>2,94</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>8,46</b>		
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>4,10</b>		

<i>Rentabilité des fonds propres</i>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
APRIL GROUP	37,82	35,59	26,58
AREVA	20,98	12,21	10,28
ATOS ORIGIN		1,13	-21,28
BONDUELLE	11,64	15,23	18,59
BOURBON	39,39	27,62	19,29
BUREAU VERITAS	382,50	n.d.	38,15
CARBONE LORRAINE	8,12	6,38	-17,95
CASINO GUICHARD PERRACHON		18,35	17,91
CLUB MED	1,08	-8,83	-16,15
DERICHEBOURG	-17,17	-90,72	-14,88
EIFFAGE	27,09	17,86	15,76
ERAMET	35,31	46,39	-10,19
EURAZEO	23,46	1,45	1,22
HAVAS		4,27	-37,03
INTERNATIONAL METAL SERVICE	21,12	20,02	1,05
IPSOS	9,01	7,84	8,02
NEOPOST	26,02	27,69	28,34
NEXANS	10,92	5,57	1,04
NEXITY	63,6	38,51	12,67
RHODIA	n.d.	-86,88	-83,04
SAFRAN		12,47	11,16
SAINT GOBAIN		10,33	10,09
SEB		19,97	29,84
SILIC	4,87	3,90	4,52
STALLERGENES		28,28	23,53
TECHNIP	4,94	0,38	-0,96
TF1	28,68	29,92	27,11
THALES	18,04	9,28	6,46
THOMSON	-22,59	-18,79	0,90
UBISOFT	6,69	-2,98	1,62
VALEO	9,18	10,88	10,40
ZODIAC AEROSPACE	13,67	17,26	17,50
BOUYGUES	22,57	27,24	11,59
AIR France-KLM	7,38	2,46	3,18
TOTAL SA	38,00	38,38	26,66
AXA	4,22	1,82	3,24
VINCI	21,55	24,12	19,25
SCHNEIDER ELECTRIC SA	2,87	13,85	7,05
PERNOD RICARD		17,68	20,67
ALSTOM	-40,75	-94,99	-62,42
ESSILOR INTERNATIONAL COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE	20,07	19,38	18,99
VEOLIA ENVIRONNEMENT	4,08	5,71	7,29
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN	24,54	12,70	8,06
SUEZ Environnement		7,55	-9,06
LAGARDERE SCA	17,89	11,07	9,48
ALCATEL LUCENT	13,27	6,94	-27,31
RENAULT	20,72	28,21	21,90
PEUGEOT SA		11,25	13,74
PPR		15,05	9,44
ACCOR	9,03	7,31	9,00
SANOFI AVENTIS	5,46	-9,15	48,78
GDF SUEZ		11,65	10,88
FRANCE TELECOM	28,81	17,94	26,14
VIVENDI	24,60	12,06	0,40
DANONE	32,8	8,9	22,7
ELECTRICITE DE FRANCE		7,75	4,95
CARREFOUR	20,27	21,61	27,83
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>24,73</b>	<b>10,32</b>	<b>8,38</b>
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>27,69</b>	<b>18,98</b>	<b>10,66</b>
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>14,48</b>		
<b>Moyenne sur la période</b>	<b>19,11</b>		

## 2. Sociétés cotées l'IAS fin Mars 2009

Entreprises	Secteurs	% d'Actionnariat salarié
AIR FRANCE	Services aux consommateurs	12,1
AVIATION LATECOERE	Industries	12,9
AXA	Sociétés financières	5,84
BNP PARIBAS	Sociétés financières	5,9
BOIRON	Santé	4,2
BOUYGUES	Industries	15,4
CREDIT AGRICOLE	Sociétés financières	4,4
EADS	Industries	4,44
EIFFAGE	Industries	21,2
ESSILOR INTERNAT.	Santé	8
FLEURY MICHON	Biens de consommation	3,76
FRANCE TELECOM	Télécommunications	3,66
GASCOGNE	Services aux consommateurs	3,77
GUERBET	Santé	4,03
RENAULT	Biens de consommation	3,28
RHODIA	Industries	4,0
SAFRAN	Industries	21,2
SAINT-GOBAIN	Industries	7,8
SCHNEIDER ELECT.	Industries	3,60
SOCIETE GENERALE	Sociétés financières	7,09
STEF TFE	Industries	15,30
TF1	Services aux consommateurs	4,1
THALES	Industries	3,07
TOTAL	Pétrole et Gaz	3,85
VINCI	Industries	8,32
VM MATERIAUX	Industries	4,72

## 3. Questionnaire effectué

### a.auprès de gérants ou DAF de PME

1. Quelles ont été vos motivations pour la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié ?

- Réduction des charges et des impôts pour les salariés
- Substitut aux retraites
- Compensation des non-augmentations de salaires
- Réduction du turn-over du personnel
- Réduction des conflits sociaux
- Motivation des salariés
- Objectif de transparence
- Meilleure compréhension des entreprises et du marché par les salariés

2. *Les performances économiques ont – elles été impactées ?*

- Oui
- Non

=> Précisions

○ Chiffre d'affaires

Plus de 10%                       Entre 5% et 10%                       Moins de 5%

○ EBE

Plus de 10%                       Entre 5% et 10%                       Moins de 5%

=> Productivité des salariés

○ Vos ratios : merci de préciser les évolutions les plus significatives  
(ROE, ROA, ROI...)

3. *Avez-vous perçu un changement dans l'implication des salariés dans leur travail ?*

- Oui

Augmentation de la motivation                       Amélioration de la productivité

Réduction de l'absentéisme                       Réduction du turn-over

- Non

4. *Avez-vous perçu un changement dans la gouvernance de l'entreprise ?*

- Oui

Lesquels ? (intérêt des salariés à la gestion, prises de décisions conjointes...)

- Non

5. *Ressentez-vous l'Actionnariat salarié comme une protection du capital de l'entreprise ?*

- Oui
- Non

6. *A quoi vous sert l'argent frais apporté par ces nouveaux actionnaires ?*

Renforcement des fonds propres                       Financement d'investissements  
 Soutien à la croissance                       Autres (merci de préciser)

7. *Considérez-vous que votre entreprise ait pris de la valeur avec la mise en place du plan d'actionnariat salarié ?*

- Oui

Pouvez-vous donner un ordre d'idée ?

- Non
- NSPP

8. *Votre appréciation de l'actionnariat salarié / Commentaires :*

## b. **Après des DAF d'entreprises du SBF 120 ou du CAC 40**

1. *Quand le plan d'actionnariat salarié a-t-il été mis en place ?*
2. *Sous quelle forme est-il mis en place ?*
3. *Avez-vous perçu un changement dans la gouvernance de l'entreprise ?*
  - Oui  
Lesquels ? (intérêt des salariés à la gestion, prises de décisions conjointes...)
  - Non
4. *Ressentez-vous l'AS comme une protection du capital de l'entreprise ?*
  - Oui
  - Non
5. *Les performances économiques ont – elles été impactées ?*
  - Oui
  - Non

=> Précisions

1. Chiffre d'affaires
    - Plus de 10%
    - Entre 5% et 10%
    - Moins de 5%
  2. EBE
    - Plus de 10%
    - Entre 5% et 10%
    - Moins de 5%
  3. Vos ratios : merci de préciser les évolutions les plus significatives (ROE, ROA, ROI...)
6. *Jugez vous que les attentes de rendements (ou espérance de rendement) des salariés actionnaires sont par rapport à celles des autres actionnaires :*
- équivalentes
  - différentes

Dans les deux cas, pouvez-vous donner une estimation ?

7. *A quoi vous sert l'argent frais apporté par ces nouveaux actionnaires ?*
  - Renforcement des fonds propres
  - Financement d'investissements
  - Soutien à la croissance
  - Autres (merci de préciser)
8. *La fiscalité de votre entreprise est-elle allégée ?*
  - Oui
  - Non
9. *Votre appréciation de l'actionnariat salarié / Commentaires :*

### c. **Auprès de personnes travaillant dans le domaine de la Fusion – Acquisition**

1. *Les entreprises ayant un plan d'actionnariat salarié sont-elles davantage des entreprises cibles que les autres ?*

- Oui
- Non

2. *Sont-elles valorisées différemment?*

- Oui

Merci de préciser en quoi.

- Non

3. *De votre point de vue, l'actionnariat salarié est-il réellement perçu comme une défense anti-OPA ?*

- Oui
- Non

4. *Trouvez-vous que les entreprises qui ont un plan d'actionnariat salarié ont amélioré leurs performances ?*

- Oui

Comment percevez-vous cette amélioration ?

Significative       Faible

Existante mais peu corrélée à la présence du plan d'actionnariat salarié

- Non

5. *Votre appréciation de l'actionnariat salarié / Commentaires :*

### d. **Auprès d'associations d'actionnariat salarié**

1. *Les salariés actionnaires veulent-ils vraiment prendre part à la gestion de l'entreprise ?*

- Oui

De quelle manière ?

- Non

2. *Pensez vous que l'AS est véritablement vecteur de changement dans la gouvernance de l'entreprise ?*

- Oui

De quelle manière ?

- Non

3. *Les entreprises ayant un actionnariat salarié sont-elles plus performantes selon vous ?*

- Oui

Sur quels points ?

- Non

4. *Votre appréciation de l'actionnariat salarié / Commentaires :*

## 4. Les études empiriques

Nous avons ici décrit les méthodologies des études empiriques sur lesquelles nous nous sommes appuyées pour confirmer nos résultats.

### a. L'étude RUTGERS aux Etats-Unis

- **Le sujet**

Douglas KRUSE et Joseph BLASI de la Rutgers University ont effectué une étude en 2000 sur les plans d'actionnariat salarié aux Etats-Unis (ESOPs) et leur impact sur les résultats des entreprises concernées (production, emploi, productivité et durée de vie).

- **Leur méthode**

KRUSE et BLASI ont fondé leurs recherches sur des données fournies par DUN & BRADSTREET sur les « ESOP companies » qui ont adopté des plans d'actionnariat salarié entre 1988 et 1994. Ils ont ensuite comparé ces entreprises avec des entreprises sans plans d'actionnariat salarié (non-ESOP companies) comparables en taille, par secteur industriel et par région.

Ils ont alors cherché à connaître les évolutions en termes de ventes et d'emplois disponibles de ces échantillons sur une période de 3 ans entourant la mise en place des plans d'actionnariat salarié. Les données de croissance des ventes et des emplois ont ensuite été comparées systématiquement année par année d'une catégorie d'entreprises à l'autre.

Enfin, ils ont calculé les pourcentages d'entreprises pérennes, année par année, durant la période de 1995 à 1997.

L'étude a porté sur 343 entreprises avec plans d'actionnariat salarié et 343 entreprises sans, soit 343 paires d'entreprises dans l'échantillon global.

Toutefois, du fait de données manquantes ;

- les données d'emplois n'ont été utilisables que pour 254 paires d'entreprises
- les données relatives aux ventes pour 138 paires d'entreprises
- les données relatives à la productivité pour 65 paires d'entreprises

Les résultats ont montré que les entreprises avec plans d'actionnariat salarié ont obtenu des performances meilleures dans la période qui a suivi la mise en place de plans, que leurs comparables et que ce que les prévisions effectuées à partir des exercices antérieurs pouvaient annoncer.

## b. Etude de POUTSMA sur les états membres de l'Union Européenne

Erik POUTSMA a été le rédacteur d'une étude menée par lui-même, Danial ALBARACCIN, Panu KALMI, Andrew PENDLETON, Stephan TREBUCQ et Eckhard VOSSR l'actionnariat salarié dans les états de l'Union Européenne.

Ils ont ainsi procédé à une série de questionnaires auprès des entreprises européennes permettant de dégager des tableaux récapitulatifs.

Le tableau ci-après récapitule, par type de plan d'actionnariat salarié, si les entreprises considèrent que leurs objectifs lors de la mise en place de ce dernier ont été atteints.

Ce tableau, extrait de l'étude de POUTSMA, présente ainsi les scores pour chaque objectif et par type de plan.

	Intéressement	Acquisition d'actions	Stock-options
N=100%	82	70	78
Facteur de performance (indice total des 8 mesures de performance suivantes)	55	31	42
1. productivité	48	20	33
2. attirer des recrues à fort potentiel	46	24	41
3. motivation au travail	59	29	45
4. identification avec l'entreprise	56	37	49
5. satisfaction au travail	49	24	37
6. Comportements et attitudes entrepreneuriaux des employés	43	23	35
7. taux de turnover	17	10	23
8. Valorisation des employés par l'entreprise	55	36	49
Epargne retraite complémentaire	15	14	6
Bénéficiaire d'avantages fiscaux	12	11	14
Lever du capital		13	9
Empêcher les OPA		9	1

Source : Evolution de la participation financière des salariés en Europe, Enquête sur des entreprises répertoriées dans Six Etats Membres Européens, Erik Poutsma

## c. Etude de D'ARCIMOLES et TREBUCQ en France

### • Leur méthode

D'ARCIMOLES et TREBUCQ ont réalisé une étude sur un échantillon de 701 entreprises françaises, à partir de la base de données financière Worldscope. L'étude a porté sur l'année 2000 et a été fondée sur un modèle de régressions en coupe transversale.

Les deux chercheurs ont analysé les entreprises sur des données au niveau de la part de capital détenu par salariés actionnaires, du ROE, ROA, ROI, et du ratio capitalisation boursière sur fonds propres ; de plus, ils ont comparé les écarts-type de la rentabilité des fonds propres 1997-2000 et les Bêta des entreprises de l'échantillon.

Ils ont ainsi réalisé une analyse comparée et une analyse multi variée afin d'observer les performances des entreprises avec actionnariat salarié par rapport aux performances des entreprises sans actionnariat salarié.

#### **d. TREBUCQ, les entreprises françaises et leur relation avec l'actionnariat salarié**

- **Etudes sur les entreprises du CAC 40 et du SBF 250 (2001)**

TREBUCQ a étudié pour le compte de l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe les entreprises françaises cotées et leur relation avec l'actionnariat salarié.

- **Méthode et premiers résultats**

Premièrement, il s'est penché sur les 36 sociétés françaises cotées au CAC 40. 32 d'entre elles, soit 89 %, disposaient alors d'un actionnariat salarié. Le pourcentage moyen du capital détenu par les salariés s'élève à 3,14 %, la plus forte participation observée étant pour la Société Générale avec un pourcentage de 8,9 %. Il ne lui a été possible de déterminer la proportion des salariés actionnaires uniquement pour 25 sociétés sur les 32 : celle-ci s'élève en moyenne à 42 %. Cependant, ce nombre cache d'importantes disparités. Ainsi, Casino et Sodexo ont moins de 10% de leurs salariés qui sont actionnaires alors que plus de 70% le sont chez Carrefour, Thalès, Aventis, TF1 et France Télécom. Deuxièmement, TREBUCQ a dirigé son étude vers les entreprises du SB 250. Ainsi, il a observé que 48 % seulement de ces 233 sociétés étaient dotées d'un actionnariat salarié ; ce dernier représente environ 4 % du capital. L'entreprise Stéria était alors celle qui possédait le plus fort pourcentage d'actionnaires salariés avec un capital détenu de 32,80 %.

- **Etude de TREBUCQ pour les entreprises familiales (Recherche empirique sur entreprises du SBF250)**

- **Méthodologie**

TREBUCQ a analysé sur un échantillon de 109 entreprises cotées au SBF 250 l'effet du caractère familial de l'entreprise par rapport à l'actionnariat salarié. Cette étude permet donc de voir comment l'actionnariat salarié agit dans les sociétés familiales. Il a ainsi observé l'évolution des créations de valeur, de la MVA et de l'EVA par rapport au pourcentage de capital détenu sur un modèle de régression linéaire.

### e. Etude de Thierry POULAIN-REHM : lien entre actionnariat salarié et création de valeur

Pour cette étude, l'hypothèse de départ de Thierry POULAIN-REHM est que l'actionnariat salarié exerce une influence positive sur la création de valeur.

#### • Méthodologie

Thierry POULAIN-REHM a tenté de mesurer l'influence d'une politique d'actionnariat salarié sur la création de valeur de l'entreprise. Pour cela, il a utilisé un échantillon de 131 sociétés françaises cotées qu'il a observé sur la période de 1999 à 2001.

L'étude s'est appuyée sur les sociétés de l'indice SBF 250 au 31 décembre 2001, car selon Thierry POULAIN-REHM cette base est satisfaisante dans la mesure où les entreprises dotées d'un actionnariat salarié important appartiennent toutes à cet indice.

Pour cette étude, l'auteur a retiré quelques catégories d'entreprises :

- les sociétés n'ayant pas eu une cotation permanente de 1999 à 2001 (entreprises introduites en bourse, radiées de la cote en cours de période...);
- les banques, compagnies d'assurances et autres sociétés financières dans la mesure où leurs caractéristiques financières sont trop spécifiques;
- les sociétés présentant une valeur ajoutée négative car cet indicateur doit servir de base au calcul à la création de valeur;
- les sociétés auxquelles manquent un certain nombre de données.

Afin de mener une étude la plus réaliste possible compte tenu de la difficulté d'accès aux données sur la composition de l'actionnariat salarié, l'auteur a choisi d'étudier les entreprises appartenant à l'IAS avec celles du SBF 250, dans leur globalité. Thierry POULAIN-REHM veut ainsi comparer les sociétés conduisant une politique d'actionnariat salarié très active avec celles ayant une politique inexistante ou très modérée.

Afin d'analyser les échantillons retenus, plusieurs variables ont été choisies :

- La création de valeur actionnariale calculée d'une manière proche de la MVA<sup>®</sup> car l'auteur a voulu simplifier cet indicateur afin d'éviter erreurs dues à la difficulté d'accès aux données. Il a ainsi rapproché la valeur boursière ajoutée relative en 2001 en rapportant la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des

capitaux employés à la valeur comptable de ces capitaux, qui a été calculée et intégrée à l'étude.

- La création de valeur partenariale a également été observée. Elle montre une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents stakeholders et non les seuls actionnaires. Cette valeur partenariale repose sur la mesure de valeur créée par différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources. Ainsi, la valeur est créée lorsque l'écart entre les ventes aux prix d'opportunité (qui évoluent en fonction de la dépendance des clients par rapport à la firme, et qui peuvent donc être influencés positivement par une forte innovation) et les coûts d'opportunité (une baisse de ces coûts pouvant passer par une rémunération moindre demandée par les prêteurs en raison d'un risque plus faible ou par un accord de partenariat avec les fournisseurs) est positif. Le problème avec cet indicateur reste cependant la difficulté d'identification des prix et des coûts d'opportunité pour les différents stakeholders.
- Enfin, la répartition de la valeur ajoutée a été ensuite retenue, entre celle consommée au profit des salarié (part de valeur ajoutée absorbée par les charges de personnel et la participation des salariés aux fruits de l'expansion), celle au profit des prêteurs (part de la valeur ajoutée consacrée au paiement des charges d'intérêt et assimilés) et celle au profit de l'Etat (part de la valeur ajoutée consacrée au paiement des impôts, taxes et versements assimilés et de l'impôt sur les bénéfices). Enfin, au profit des actionnaires, a été mesurée la part de la valeur ajoutée versée sous forme de dividendes aux actionnaires (dividendes versés en N+1 en valeur absolue, au titre de l'année N).

Ensuite, plusieurs autres catégories de variables ont été retenues.

- La variable d'actionnariat salarié qui distingue les entreprises à actionnariat salarié inexistant ou faible des entreprises menant une politique active dans ce domaine, c'est-à-dire, répondant au trois critères suivants :
  1. être cotée et appartenir à l'un des indices CAC 40, SBF 120 ou SBF 250 ;
  2. avoir un actionnariat salarié détenant plus de 3% du capital de la société
  3. avoir au moins 25% du personnel qui est actionnaire salarié.

*(29 sociétés répondaient à ces conditions au lancement de l'indice, 31 à la fin de l'année 2001)*

- La politique d'investissement ainsi que la politique de financement ont été prises en compte afin de mieux situer le processus de création de valeur. Les investissements ont été analysés par le ratio « dépenses en immobilisations corporelles / chiffre d'affaires HT »; l'endettement a été mesuré par le ratio « dettes financières/capitaux propres ».  
Enfin, la croissance du chiffre d'affaires sur les trois ans, la marge brute d'exploitation (EBE/CA) et le niveau moyen de chiffre d'affaires sur la période ont été incorporés dans l'analyse.
- La structure d'actionnariat a été prise en compte afin de prendre en considération l'influence de la qualité des actionnaires sur la création de valeur. Ainsi, deux catégories de sociétés ont été distinguées : d'une part, les patrimoniales et les familiales (entreprises dont 10 % au moins du capital était contrôlé directement ou indirectement par une ou plusieurs personnes physiques, appartenant à une même famille ou non), d'autre part, les managériales (entreprises ne remplissant pas les critères précédents).
- Les effets de taille et du secteur d'activité ont également été intégrés. La variable taille a été opérationnalisée par le logarithme du total des actifs (valeur moyenne sur la période 1999-2001). La prise en compte du secteur a permis de réévaluer la création de valeur des entreprises. Ainsi, celles-ci ont été réparties en deux groupes : celles appartenant au secteur industriel et celles appartenant au secteur commercial et des services.

## f. Etude de HOLLANDTS : l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise

- **Méthodologie de recherche**

HOLLANDTS a mené son étude à partir d'un échantillon permettant de comparer 62 entreprises avec actionnariat salarié et 90 entreprises non équipées de ce type de plan.

Il a choisi de mesurer la performance des entreprises avec le ratio 'price to book' mis en parallèle avec la représentation des salariés et des actionnaires salariés.

HOLLANDTS a voulu tester une vingtaine d'hypothèses de départ dont les principales sont citées ci-dessous:

- Actionnariat salarié et performance de l'entreprise sont corrélés positivement
- Pourcentage d'actionnariat salarié et performance de l'entreprise ont un lien positif

- Il y a un effet de seuil entre actionnariat salarié et performance.
- La relation entre actionnariat salarié et performance est modérée positivement par :
  - a. la durée de vie du plan d'actionnariat salarié
  - b. le pourcentage de salariés actionnaires
  - c. la présence d'une association d'actionnaires salariés
  - d. le nombre d'adhérents à l'association d'actionnaires salariés
  - e. la présence d'un administrateur représentant des actionnaires salariés
  - f. le nombre d'administrateurs actionnaires salariés
  - g. l'élection au poste d'administrateur représentant les actionnaires salariés
  - h. la nomination au poste d'administrateur représentant les administrateurs salariés
  - i. La présence d'un administrateur 'actionnaire salarié' représentant uniquement les actionnaires salariés
- La relation entre actionnariat salarié et performance est modérée négativement par :
  - a. L'actionnariat salarié indirect
  - b. L'actionnariat salarié à la fois direct et indirect
  - c. la représentation des salariés
  - d. la présence d'un administrateur
  - e. le nombre d'administrateurs salariés
  - f. L'élection au poste d'administrateur salarié
  - g. La nomination au poste d'administrateur salarié
  - h. La présence d'un administrateur 'actionnaire salarié' syndicaliste
  - i. La présence d'un administrateur interne non-dirigeant dans un comité

HOLLANDTS a observé sur la période 2001 à 2004 les entreprises ayant un actionnariat salarié. Il a ainsi mené deux études parallèles. La première teste la relation entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise en général. Afin de comparer les performances des entreprises, HOLLANDTS a utilisé deux échantillons :

- Un avec 189 entreprises du SBF 250 (104 avec actionnariat salarié et 85 sans) ; les documents de référence AMF ainsi que les bases de données financières Worldscope, Diane, Amadeus, Dafsas et Euronext ont été utilisées.
- Un avec 152 entreprises du SBF 250 : l'échantillon a été élaboré à partir des réponses fournies au questionnaire décrit plus bas.

La seconde étude s'intéresse plus particulièrement à l'impact de la représentation des actionnaires salariés sur la performance de l'entreprise. Pour cette étude, il a utilisé un questionnaire sur la

représentation des actionnaires salariés au 31 décembre 2004. Il a ainsi envoyé un lien Internet afin de permettre à 180 entreprises de répondre à son questionnaire avec un taux de réponse de 34%.

Pour analyser la performance des entreprises, la rentabilité des capitaux investis (RCI) qui est égale au résultat opérationnel après impôt divisé par le capital et le price to book qui est la capitalisation boursière divisée par valeur nette comptable ont été utilisés.

Enfin, HOLLANDTS a également contrôlé ces résultats avec la taille de l'entreprise (nombre de salariés et chiffre d'affaires), le secteur industriel, la concentration de l'actionnariat, la nationalité de l'entreprise, la présence de l'Etat français ou non au capital, le fait que l'entreprise soit familiale ou non et la structure du gouvernement.

Pour l'échantillon 1, élaboré par base de données, les 104 entreprises disposant d'un actionnariat salarié sur la période 2001- 2004 ont en moyenne :

- un taux d'actionnariat salarié est de 3,03%
- les droits de vote détenus par les actionnaires salariés sont de 3,40%
- 21 entreprises disposaient d'une représentation salariale

L'échantillon 2, élaboré par questionnaire, compte 62 entreprises disposant d'un actionnariat salarié et se distingue par :

- une moyenne de son actionnariat à 4,89%
- un pourcentage d'employés actionnaires à 48,81%
- 32,2% de ces entreprises disposent d'une association d'actionnaires salariés
- 34 ont une représentation salariale au sein du SGE
- 21 ont au moins un administrateur représentant des actionnaires salariés

## BIBLIOGRAPHIE

- ALEXANDRE H et PAQUEROT M, **Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants**, Finance Contrôle Stratégie, juin 2000, in *Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants* de Hela GHARBI
- AMIOT Maxime, **L'actionnariat salarié chahuté par la crise**, Stratégies Magazine n°1506, 19 juin 2008
- AOKI M., **The Cooperative Game Theory of the Firm**, London, Oxford University Press, 1984
- D'ARCIMOLES Charles-Henri, **Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises**, Revue, Avril – Juin 2003
- D'ARCIMOLES Charles-Henri et BRILLET Frank, **Règles de droit et nouvelles régulations dans l'entreprise: l'exemple de la participation financière des salariés**, XV<sup>e</sup> journées nationales des IAE, Pau, Septembre 2000
- AUTENNE Alexia, **Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié : apports et limites des approches contractualiste, néo-institutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise**, Bibliothèque de la faculté de droit de l'université catholique du Louvain, Bruxelles 2006
- BARTKUS B., **Employee ownership as catalyst of organizational change**, Journal of Organizational Change Management, 1997, In *Réconcilier l'économie et le social par l'actionnariat salarié : une étude de cas exploratoire sur ses enjeux, ses contraintes et ses limites* de Xavier HOLLANDTS
- BEATTY A., **The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans**, Journal of Financial Economics, 1995, In *Les actionnaires salariés* de Philippe DESBRIERES
- BUCHKO, A.A., **The effects of employee ownership on employee attitudes: an integrated causal model and path analysis**, Journal of Management Studies, 1993 In *Les cahiers du CERGOR*, centre d'étude et de recherche en gestion des organisations et ressources humaines, sous la direction de Jacques ROJOT, Professeur à l'Université Paris 1, Responsable de la publication, OCTOBRE 2000
- CARAMELLI Marco, **Les facteurs de succès des plans internationaux d'actionnariat salarié : une revue de littérature**
- CHARREAUX Gérard, **La théorie positive de l'agence : positionnement et apports**, Revue d'Economie Industrielle, 2000
- CHERIOUX Jean, **L'actionnariat salarié: vers un véritable partenariat dans l'entreprise**, rapport d'information 500 (98-99) fait au nom de la Commission des Affaires sociales, enregistré à la Présidence du Sénat le 29 septembre 1999

- CONTE M., TANNENBAUM A., **Employee-owned companies: Is the difference measurable ?**, 1978, In *Réconcilier l'économique et le social par l'actionnariat salarié : une étude de cas exploratoire sur ses enjeux, ses contraintes et ses limites* de Xavier HOLLANDTS
- DERUE André et SAURET Alain, **Intéressement, participation, actionnariat des salariés**, p169-207
- DESBRIERES Philippe, **Les actionnaires salariés**, Professeur à l'IAE de Dijon, Université de Bourgogne, *Revue française de gestion* 2002- 5 (n° 141)
- DESBRIERES Philippe, **La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise**, dans *Le gouvernement des entreprises* de G. CHARREAUX, *Economica*, 1997
- DESBRIERES Philippe, **Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise**, dans *Le gouvernement des entreprises*, G. CHARREAUX, *Economica*, 1997
- DONDI J., **Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises**, 1992, In *Les actionnaires salariés* de Philippe DESBRIERES
- FAS (Fédération des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés), **Salarié actionnaire ou Actionnaire salarié ?**, 09 janvier 2006
- FEDERATION FO DE LA METALLURGIE, **L'actionnariat salarié : quelles limites ?**, *La lettre des cadres* n°4, Mars 2008
- FITZROY F. et KRAFT K., **Cooperation, productivity and profit sharing**, *Quarterly Journal of Economics*, 1987, in *Les actionnaires salariés* de Philippe DESBRIERES
- GHARBI Héla, **Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants**, Université Paris Dauphine, 2005
- HOLLANDTS Xavier, **Les effets de la participation des salariés sur la performance des entreprises - Tests empiriques et proposition de modèle théorique**, EM LYON, thèse soutenue le 4 Septembre 2007, sous la direction scientifique du Professeur Pierre-Yves GOMEZ, Université Jean Moulin Lyon3
- HOLLANDTS Xavier, **Vers une reformulation du concept de filtre informationnel de l'actionnaire salarié**, Chargé de missions pédagogiques et de recherche EM LYON, Juillet 2005
- HOLLANDTS Xavier et GUEDRI Zied, **Effet modérateur de la présence d'administrateurs salariés sur la relation actionnariat salarié-performance : une analyse empirique**, chercheur (Laboratoire de recherche INSEEC, Chercheur Associé EM LYON/IFGE) et professeur (EM LYON), Juin 1997
- HOLLANDTS Xavier, AUBERT Nicolas, EMINET Aurélien, **La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : enjeux et conditions d'efficacité**, 7e Congrès International de Gouvernance, Université Montesquieu Bordeaux-IV, Bordeaux, 5 et 6 juin 2008.
- LE JOURNAL DU NET, **Tout savoir sur l'épargne salariale, Loi sur l'actionnariat salarié : les mesures phares**, <http://www.journaldunet.com/management/dossiers/0604131epargne-salariale/loi-developpement-participation.shtml>, 23 janvier 2007

- DE KERDREL Yves, **Dix bonnes raisons de développer l'actionnariat salarié en France**, analyse pour le Figaro, 15 octobre 2007
- DE LA BROSSE Julie, **Le salarié actionnaire**, nouveau chouchou des entreprises, L'Expansion, 27 juillet 2009
- KLEIN K., **Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models**, Journal of Applied Psychology, 1987, in *Les facteurs de succès des plans internationaux d'actionnariat salarié : une revue de littérature* de Marco CARAMELLI
- KRUSE D., **Profit Sharing and Productivity: Microeconomic Evidence from the United States**, The Economic Journal, janvier 1992, In *L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ?*, Thierry POULAIN-REHM
- LA BRUSLERIE (DE) H. et DEFFAINS-CRAPSKY C., **Contrat optimal d'actionnariat salarié et asymétries d'information**, Finance, 2003 in *La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : enjeux et conditions d'efficacité* de Xavier HOLLANDTS, Nicolas AUBERT, Aurélien EMINET
- LEANA C. R., and VAN BUREN H. J **Organizational social capital and employment practices**, Academy of Management Review, 1999
- LI Jiatao, **Ownership Structure and Board Composition: a multi-country Test of Agency Theory Predictions**, University of Hawaii, Managerial and Decision Economics, 1994
- LIEBESKIND J.-P., **Ownership, Incentives, and control in New Biotechnology Firms**, Blair M. et Kochan T. (eds), The New Relationship: Human Capital in the American Corporation, Brooking Institution Press, 2000, In *Les actionnaires salariés* de Philippe DESBRIERES
- LONG R. J., **Job Attitudes and Organizational Performance under Employee Ownership**, The Academy of Management Journal, 1980, in *Les facteurs de succès des plans internationaux d'actionnariat salarié : une revue de littérature* de Marco CARAMELLI
- MARENS R.S., WICKS A.C. et HUBER V.L., **Cooperating with the Disempowered, Using ESOPs to Forge a Stakeholder Relationship by Anchoring Employee Trust in Workplace Participation Programs**, Business & Society, 1999, In *L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : un outil de création de valeur ?* de Stéphane TREBUCQ
- MAROIS B. et BOMPOINT P., **Gouvernement d'entreprise et Communication financière**, 2004
- MATHIEU Marc, **Annual Economic Survey of Employee Ownership in European Countries**, 2008 National Center for Employee Ownership (Centre National pour l'Actionnariat Salarié), **Etude sur l'actionnariat salarié aux Etats-Unis**, <http://www.nceo.org/library/corpperf.html>
- MC KERSIE R., **Union-Nominated Directors: A New Voice in Corporate Governance**, in Negotiations and Change: From the Workplace to Society, University Press, 2003, in *La représentation obligatoire*

- des actionnaires salariés au conseil d'administration : enjeux et conditions d'efficacité* de Xavier HOLLANDTS, Nicolas AUBERT, Aurélien EMINET
- MITCHELL D., LEWIN L. et LAWLER E., **Alternative pay systems, firm performance and productivity**, in A. Blinder (ed.), Brookings Institution, 1990, In *Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié: une comparaison France / Grande Bretagne / Etats-Unis* de Franck BRILLET et Charles-Henri D'ARCIMOLES, 2002
- NEVEU V., **Les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes des salariés, implication organisationnelle et influence perçue**, Cahiers du CERGOR, Université Paris 1, Octobre 2000 in *La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : enjeux et conditions d'efficacité* de Xavier HOLLANDTS, Nicolas AUBERT, Aurélien EMINET
- PARK S. et SONG M.H., **Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders**, Financial Management, 1995, in *Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants* de Hela GHARBI
- PIERCE J., RUBENFELD S., MORGAN S., **Employee ownership: conceptual model of process and effects**, *Academy of management review*, 1991, in *Les effets de la participation des salariés sur la performance des entreprises - Tests empiriques et proposition de modèle théorique*, Xavier HOLLANDTS
- POULAIN-REHM Thierry, **L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ?**, Conférence à l'Université Montesquieu-Bordeaux IV
- POULAIN-REHM Thierry, **Gouvernance d'entreprise et actionnariat des salariés : une approche conceptuelle**, conférence à l'Université Montesquieu-Bordeaux IV
- POULAIN-REHM Thierry, **Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative**, Thèse pour le Doctorat en sciences de gestion, Université Montesquieu-Bordeaux IV, 2000
- POUTSMA Erik, **Evolution de la Participation Financière des Salariés en Europe en 2006**, Rapport, 2006
- RAAD Ghada, **Quels liens entre la gestion des ressources humaines et la performance organisationnelle ? Le cas de l'actionnariat salarié**, Institut d'administration des entreprises (IAE) de Caen, CIME
- RHODIA - ALLIANCE, **Les actionnaires salariés ont-ils un réel pouvoir d'influence en cas de crise économique dans l'entreprise ?**, entretien sur le site internet « rhodia-alliance.com » avec Jean CHERIOUX, Sénateur et auteur du Rapport d'information sur le développement de l'actionnariat salarié, Lubomira ROCHET, Chef de Cabinet du Directeur Général de Sogeti-Transiciel (Cap Gemini Ernst&Young Group), auteur d'un mémoire sur l'actionnariat salarié et Bernard CHAMBON, Directeur Général adjoint Ressources Humaines et communication du Groupe Rhodia.

SAHUT Jean Michel et GHARBI Hidaya Othmani, **Structure d'actionnariat et performance des firmes : cas des entreprises de l'indice SBF 120**

SHIVDASANI A., **Board composition, ownership structure and hostile takeover**, *Journal of accountings and economics*, 1993, In *Réconcilier l'économique et le social par l'actionnariat salarié : une étude de cas exploratoire sur ses enjeux, ses contraintes et ses limites* de Xavier HOLLANDTS

SMITH S., **On the economic rationale for codetermination law**, *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 1991, in *Les actionnaires salariés* de Philippe DESBRIERES

TOURNIER Jean-Claude, **Associer les salariés aux performances**, Editions d'Organisation

TREBUCQ Stéphane **L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF 250 : un outil de création de valeur ?**, *Revue*, Décembre 2002 ; 5,4 ; ABI/INFORM Global

LA TRIBUNE, **L'actionnariat salarié freiné par la crise**, 28 avril 2009

VAUGHAN-WHITEHEAD D., **Intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise**, *Economica*, 1992

WAGNER I. et ROSEN C., **Employee Ownership: Its effects on corporate performance**, *Employment Relations Today*, 1985, In *Réconcilier l'économique et le social par l'actionnariat salarié : une étude de cas exploratoire sur ses enjeux, ses contraintes et ses limites* de Xavier HOLLANDTS

WEITZMAN A. et KRUSE D., **Profit sharing and productivity**, in A. Blinder (Ed), *Paying for productivity: a look at the evidence*, Brookings Institute, 1990, In *Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié: une comparaison France / Grande Bretagne / Etats-Unis* de Franck BRILLET et Charles-Henri D'ARCIMOLES, 2002

WILLIAMSON O., **The economic institutions of capitalism**, The Free Press, 1985, in *Les actionnaires salariés* de Philippe DESBRIERES