

Actionnariat salarié et comportements financiers

**Zeinab GHAMLOUSH**

ATER, CY Cergy Paris Université

**Annie BELLIER**Professeur des Universités,
CY Cergy Paris Université**Eric SÉVERIN**Professeur des Universités,
Université de Lille

Dans les régimes d'actionnariat salarié, les salariés acquièrent à la fois des actions de l'entreprise et une voix dans la gouvernance de l'entreprise. En recevant une partie des bénéfices de l'entreprise, ils peuvent accroître leur patrimoine personnel, ce qui devrait les inciter à s'investir davantage dans la réussite de l'entreprise.

Les recherches antérieures ont toutefois mis en évidence des effets mitigés de l'actionnariat salarié sur les performances de l'entreprise et la gouvernance d'entreprise. Du côté positif, il crée des incitations qui influencent positivement la performance de l'entreprise. Notant ses effets sur les attitudes des salariés, Kaarsemaker (2006) détermine que l'actionnariat salarié accroît la satisfaction, la productivité et l'implication et diminue le taux de rotation et l'absentéisme. Il peut également accroître la transparence et réduire l'asymétrie d'information (Acharya et al., 2011). En revanche, un niveau excessif d'actionnariat salarié peut nuire à la gouvernance d'entreprise. En tant que mécanisme d'enracinement managérial, il facilite la collusion entre les dirigeants et les

salariés propriétaires par le biais de contrats implicites (Faleye et al., 2006). L'actionnariat salarié accroît également la proportion « d'actions amicales » que les actionnaires salariés peuvent utiliser pour protéger les dirigeants (Gamble, 2000), ce qui leur vaut de meilleures conditions d'emploi et de meilleurs salaires.

Pour tester ces impacts, les chercheurs ont examiné divers résultats de l'actionnariat salarié, en termes de performance de l'entreprise (Guedri & Hollandts, 2008), de productivité, de risque, de croissance des ventes (Faleye et al., 2006), d'intensité de la R&D (Gamble, 2000), d'enracinement managérial (Hollandts et al., 2018), les rachats d'entreprises (Pagano & Volpin, 2005), la transparence, la qualité de l'information financière (Adwan et al., 2022) et l'asymétrie d'information (Acharya et al., 2011).

Le cadre théorique

Notre étude (Ghamloush, Bellier & Séverin, 2026 à paraître) a décidé d'élargir ces premiers travaux en s'intéressant au lien entre actionnariat salarié et maturité de la dette de l'entreprise à travers le



prisme de la théorie du signal¹ et de la théorie de l'enracinement managérial².

La théorie du signal prédit que les entreprises plus performantes ont tendance à choisir des dettes à échéance plus courte, afin de signaler leur qualité au marché et de bénéficier de leur cote de crédit élevée lors du renouvellement de la dette. La dette à court terme est plus risquée que la dette à long terme, en raison des problèmes de liquidité et de refinancement qu'elle soulève. Flannery (1986) et Diamond (1991) affirment que les entreprises plus sûres et de meilleure qualité émettent des emprunts plus risqués afin de transmettre au marché des signaux relatifs à leur qualité et à leurs performances.

La théorie de l'enracinement managérial prédit que les dirigeants en place choisissent des emprunts à plus longue échéance, afin de se protéger contre la surveillance du marché assurée par les emprunts à court terme. En d'autres termes, les dirigeants doivent probablement divulguer des informations supplémentaires sur leurs activités lorsqu'ils renégocient les conditions de la dette à court terme (Smith & Warner, 1979).

En utilisant une base de données constituée de 239 entreprises françaises sur la période 2014-2019, nous mettons en évidence une relation non linéaire entre actionnariat salarié et maturité de la dette.

1. « La théorie des signaux se fonde sur le fait que l'information est inégalement partagée ou asymétrique, les dirigeants d'une entreprise disposant notamment d'une information supérieure à celle de ses pourvoeurs de fonds. Dès lors, une politique de communication efficace est nécessaire : les dirigeants doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché. Pour ce faire, ils ont recours au signal, décision financière porteuse de conséquences financièrement négatives pour son initiateur au cas où ce signal se révélerait erroné. Cette théorie, qui met en évidence l'importance de la crédibilité du signal (d'où la nécessité des sanctions en cas de mensonge), incite à s'interroger sur la perception qu'auront les investisseurs de toute décision financière (et non sur sa seule portée objective). » Vernimmen.net, Glossaire.

2. « La théorie de l'enracinement part du constat (un peu désabusé, mais parfois bien réel) que les mécanismes de contrôle et d'incitation pour accroître l'efficacité de la gestion des dirigeants ne sont pas toujours suffisants pour contraindre les dirigeants à gérer l'entreprise en conformité avec les intérêts des actionnaires. Les objectifs (premiers) des dirigeants, selon cette théorie, sont de rendre coûteux pour l'entreprise leur remplacement, ce qui leur permet d'augmenter leurs pouvoirs et leurs espaces discrétionnaires. D'où le terme d'enracinement. » Vernimmen.net, Glossaire.

Les salariés pouvant voter au sein des conseils d'administration ont la possibilité d'influencer la gouvernance et les décisions stratégiques de l'entreprise. Cette « voix des salariés » peut permettre aux dirigeants d'entreprise de renforcer leur position (Faleye et al., 2006). Il ressort qu'en raison des bons et des mauvais côtés de l'actionnariat salarié, il existe une relation non monotone avec la maturité de la dette.

Si l'actionnariat des salariés peut avoir des effets positifs sur la performance en réduisant les conflits d'agence et le niveau d'asymétrie d'information, il peut, à l'inverse, favoriser la collusion entre les dirigeants et les actionnaires salariés, ce qui se traduit par une gouvernance d'entreprise moins efficace.

En se basant sur ces deux forces opposées, il ressort une relation non monotone (en forme de U) entre l'actionnariat salarié et la maturité de la dette. L'actionnariat salarié est lié (a) négativement à la dette à long terme à des niveaux faibles ou modérés de détention de capital social par les salariés (théorie de la signalisation), mais (b) positivement à la dette à long terme à des niveaux modérés ou élevés de détention de capital social par les salariés (théorie de l'enracinement managérial). Pour l'échantillon d'entreprises françaises utilisé dans notre étude, le point pivot se situe aux alentours de 10%.

Ainsi, il en découle que l'expansion de l'actionnariat salarié doit être gérée avec soin et ne doit pas aller au-delà de certains points optimaux à partir desquels les salariés commencent à poursuivre leurs propres intérêts, ce qui ouvre la voie à un renforcement du pouvoir discrétionnaire de la direction. ■



Bibliographie

- Acharya, V. V., Myers, S. C., & Rajan, R. G. (2011). The internal governance of firms. *Journal of Finance*, 66(3), 689–720.
- Adwan, S., Alhaj-Ismail, A., & Jelic, R. (2022). Non-executive employee ownership and financial reporting quality: evidence from Europe. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(2), 793–823.
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709–737.
- Faleye, O., Mehrotra, V., & Morck, R. (2006). When labor has a voice in corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3), 489–510.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*, 41(1), 19–37.
- Gamble, J. E. (2000). Management commitment to innovation and ESOP stock concentration. *Journal of Business Venturing*, 15(5), 433–447.
- Ghamloush Z., Bellier A. & Séverin E. (2026 forthcoming). Does employee ownership affect firm debt maturity? Evidence from French listed firms. *Finance Contrôle Stratégie*.
- Guedri, Z., & Hollandts, X. (2008). Beyond dichotomy: The curvilinear impact of employee ownership on firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 460–474.
- Hollandts, X., Aubert, N., Ben Abdelhamid, A., & Prieur, V. (2018). Beyond dichotomy: The curvilinear impact of employee ownership on CEO entrenchment. *Management International*, 22(2), 112–127.
- Kaarsemaker, E. (2006). Employee ownership and its consequences: Synthesis-generated evidence for the effects of employee ownership and gaps in the research literature. *Journal of Statistical Software*, 18(2).
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). Managers, workers, and corporate control. *Journal of Finance*, 60(2), 841–868.
- Smith, C. J., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117–161.