

UNIVERSITE DE BOURGOGNE
INSTITUT D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES
Ecole Doctorale Langages Idées Sociétés Institutions Territoires

THÈSE

Pour obtenir le grade de
Docteur de l'Université de Bourgogne
en Sciences de Gestion

par :

Riadh GARFATTA

Date de soutenance : 17 décembre 2010

***ACTIONNARIAT SALARIE ET CREATION DE VALEUR DANS
LE CADRE D'UNE GOUVERNANCE ACTIONNAIRE ET
PARTENARIALE : APPLICATION AU CONTEXTE FRANÇAIS***

Directeur de thèse
Professeur Med Tahar RAJHI

Co-directeur de thèse
Professeur Philippe DESBRIÈRES

Jury

Rapporteurs : Monsieur Faouzi JILANI
 Professeur, I.S.C.C de Bizerte

 Monsieur Nicolas AUBERT
 MCF HDR, Université de la Méditerranée Aix-Marseille II

Suffragants : Monsieur Gérard CHARREAUX
 Professeur, Université de Bourgogne

 Monsieur Hédi TRABELSI
 MCF HDR, FSEG Tunis

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

Remerciements

Mes premiers remerciements s'adressent à mon directeur de thèse, Monsieur le Professeur Tahar Rajhi pour avoir accepté de diriger cette recherche. Je tiens à lui adresser ma plus sincère gratitude pour sa grande disponibilité, ses relectures attentives et ses encouragements tout au long de ce travail.

Je manifeste également ma plus grande reconnaissance à Monsieur le Professeur Philippe Desbrières d'avoir accepté (le 23 octobre 2006) la co-direction de cette recherche, malgré son agenda et ses responsabilités ô combien prenantes ! C'était le grand honneur et la grande chance pour moi d'être encadré par un grand spécialiste en la matière... Merci cher professeur pour cette motivation que vous m'aviez donnée tout au long ces quelques années.

J'exprime également tous mes remerciements à Messieurs les Professeurs Faouzi JILANI et Nicolas AUBERT d'avoir bien voulu examiner ce travail et d'en être les rapporteurs.

Je tiens également à remercier Messieurs les Professeurs Gérard CHARREAUX et Hédi Trabelsi d'avoir accepté de participer à ce jury.

Je profite de ces quelques lignes pour remercier un certain nombre de personnes dont la présence m'a beaucoup aidé au fil de ces années : Une pensée spéciale à Haithem Ayachi, Haidara, Sondes Charbti, Feker & Sihem Bayoudh et Abderrazek Dhaoui.

Finalement, mes remerciements vont à ma très chère mère pour son soutien affectif, sa présence sans faille, son réconfort et sa patience. Un grand merci aussi à mon frère et mes sœurs pour leurs encouragements et leur présence... Mes dernières pensées vont naturellement à mon cher père, pour toutes les valeurs qu'il m'a inculqués : l'amour, la modestie, la rigueur, la volonté de toujours aller de l'avant... J'espère que là où tu es, tu es fier de moi.

À la mémoire de mon père,
(Que ton âme repose en paix)
À ma mère,
À toute ma famille,
À ma chère Imen.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GÉNÉRALE	7
 PREMIÈRE PARTIE : CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIÉ ET CRÉATION DE VALEUR.....	16
 CHAPITRE I : LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES : ENTRE VALEUR ACTIONNARIALE ET VALEUR PARTENARIALE.....	17
 SECTION I : La gouvernance d'entreprise et la philosophie du capitalisme actionnarial : une vision moniste de la firme.....	20
 SECTION II : La gouvernance d'entreprise et la philosophie du <i>stakeholder capitalism</i> : une vision pluraliste de la firme.....	48
 CHAPITRE II : PLACE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ DANS LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES.....	72
 SECTION I : L'actionnariat salarié : Aspects pratiques et théoriques.....	76
 SECTION II : Place de l'actionnariat salarié dans le cadre de la gouvernance des entreprises.....	98
 CHAPITRE III : NATURE ET CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIÉ ET CRÉATION DE VALEUR : DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES ET FORMULATION DES HYPOTHÈSES.....	122
 SECTION I : Nature et caractéristiques de la relation entre actionnariat salarié et création de valeur.....	126
 SECTION II : Les facteurs modérateurs de la relation entre actionnariat salarié et création de valeur : développements et formulation des hypothèses.....	148

SECONDE PARTIE : NATURE ET CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIÉ ET CRÉATION DE VALEUR : UNE ANALYSE EMPIRIQUE.....	164
CHAPITRE IV : MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE.....	166
SECTION I : Nature de la recherche et origine des données.....	168
SECTION II : Rappel des hypothèses et opérationnalisation des variables.....	174
SECTION III : Présentation de la méthodologie de recherche.....	191
CHAPITRE V : ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS.....	205
SECTION I : Analyse descriptive de l'échantillon	207
SECTION II : Etude de la multicollinéarité et tests de spécification des effets individuels...	216
SECTION III : Nature de la relation entre actionnariat salarié et création de valeur	224
SECTION IV : Influence « modératrice » de certains mécanismes de contrôle.....	269
CONCLUSION GÉNÉRALE.....	298
Bibliographie.....	306
Liste des tableaux.....	326
Liste des schémas.....	331
Annexes.....	333
Table des matières.....	360

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Depuis une vingtaine d'années, l'actionnariat salarié, c'est-à-dire l'ouverture du capital aux salariés sous forme individuelle ou collective (Dondi, 1992), est un phénomène qui s'est développé dans la majeure partie des pays industrialisés et émergents ; ce qui a entraîné un intérêt considérable pour ce phénomène, tant dans le milieu académique que chez les politiques et praticiens (Kuvaas, 2002 ; Pendleton et al. 1998). En effet, et selon l'observatoire de l'actionnariat salarié en Europe (2000), une enquête menée auprès de quelque deux cents analystes financiers européens confirme non seulement l'intense intérêt dont ils portent pour le sujet, mais également leur volonté d'être mieux informés en la matière.

Un tel engouement pour l'actionnariat salarié, l'a placé au cœur du débat sur la gouvernance d'entreprise dans sa double dimension actionnariale et partenariale.

Dans le cadre de l'approche traditionnelle et financière de la gouvernance, l'actionnariat salarié se justifie par la relation d'agence, dans son *acception classique*, entre les salariés et les dirigeants. En effet, séparer la fonction de décision (déléguée aux dirigeants par les actionnaires) de la fonction de mise en œuvre (confiée aux salariés) est une illustration de la relation d'agence liant le principal (ou mandant) avec l'agent (ou mandataire). Dans cette illustration, le principal (le dirigeant) veut 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 sa part, ce dernier s'engage à agir conformément aux intérêts du principal.

Toutefois, une relation d'agence devient conflictuelle en cas de divergence d'intérêts entre le principal et l'agent, et d'imparfaite observabilité des coûts d'établissement et d'exécution des contrats. Les conflits opposant dirigeants et salariés proviennent fondamentalement du caractère incomplet des contrats (Desbrières, 2002 ; Caby et Hirigoyen, 2001) et de la tendance que chacun a à privilégier son propre intérêt. Notamment, les salariés peuvent adopter des comportements allant à l'encontre des intérêts des dirigeants et actionnaires (par exemple, la réduction des efforts individuels) et ce afin de compenser le caractère non diversifiable de leur investissement en capital humain (Desbrières, 2002).

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

notamment l'actionnariat salarié. Dans ce cadre, on trouve Long (1980), Dondi (1993), Desbrières (2002) et Gamble et al. (2002) qui estiment que l'actionnariat salarié permettrait de réduire les *coûts d'agence* en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires. L'idée est que la détention d'actions par les salariés aligne leurs intérêts avec ceux des actionnaires externes et constitue, par conséquent, un mécanisme d'incitation contribuant à réaliser l'objectif de la firme à savoir, la maximisation de la valeur des fonds propres ou la valeur actionnariale (*shareholder value*). Aussi, cette détention peut conférer aux salariés actionnaires certains droits de contrôle pouvant servir à renforcer le gouvernement d'entreprise dans sa dimension actionnariale. Dans ce sens, Bompont et Marois (2004, p. 56) précisent-ils que « *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.* »

Considérée comme une approche trop restrictive, cette théorie traditionnelle de la gouvernance a été contestée par les auteurs appartenant au courant qu'on peut qualifier de *stakeholder capitalism*. En effet, plusieurs auteurs (Freeman, 1984 ; Garvey et Swan, 1994 ; Clarkson, 1995 ; Charreaux, 1997a ; Hirigoyen, 1997 ; Stout, 2007 et autres) ont adopté une vision plurielle de la firme où les intérêts de l'ensemble de ses partenaires sont réellement pris en considération ; et où encore la notion de *créancier résiduel* n'est plus un attribut exclusif des actionnaires mais peut également s'appliquer à des partenaires tels que les salariés (Blair, 1995).

La reconnaissance du rôle important des différents partenaires, et en particulier des salariés, a conduit automatiquement à une remise en cause de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale au profit d'une conception partenariale appelant à assurer un équilibre entre les partenaires ; l'arbitrage revient toutefois au dirigeant. Dans cet esprit, Hill et Jones (1992) avancent une théorie de l'agence élargie ou généralisée où tous les partenaires sont explicitement pris en compte ; tandis que Laffont et Martimort (1997) considèrent la firme comme étant un ensemble de contrats multilatéraux entre chaque stakeholder (ou principal) et le dirigeant (ou agent commun). *A priori*, dans le cadre de cette nouvelle approche de gouvernance, le positionnement de l'actionnariat salarié se justifie également par la relation d'agence entre salariés et dirigeants. Cependant, cette relation d'agence se présente avec une seconde acception, très différente de la première déjà présentée au niveau de l'approche traditionnelle, dans laquelle on peut voir les salariés louer leur capital humain spécifique (qui

est de nature risquée, Blair 1997) aux dirigeants, et perçoivent en contrepartie une quasi-rente (Rottenberg, 1962). Le schéma conceptuel traditionnel de la relation d'agence est donc inversé : le salarié n'est plus considéré ici comme *l'agent*, mais comme *le principal* de la relation contractuelle qu'il entretient avec la firme.

Toutefois et du fait toujours de l'incomplétude des contrats, des conflits opposant salariés et dirigeants peuvent émerger de cette relation contractuelle. En effet, les salariés courent des risques au titre de leur capital humain spécifique. Blair (1997) présente de manière précise ces risques et en distingue deux types :

- le risque que la rente et les quasi-rentes générées par le capital humain spécifique soient expropriées ex post par les autres partenaires, principalement les dirigeants et les actionnaires ; et
- le risque que la valeur actuelle du capital humain spécifique fluctue à l'avenir, soit parce que les compétences ne seraient plus utiles à la firme, soit parce que la firme ne générerait plus autant de rentes.

Si, d'une manière ou d'une autre, ce risque n'est pas réduit ou rémunéré, l'incitation à développer le capital humain spécifique disparaît, ce qui est nuisible et dommageable à l'ensemble des parties prenantes. En effet, l'importance du *capital humain* est de plus en plus soulignée par les chercheurs et les praticiens comme étant la caractéristique essentielle des entreprises du 21^{ème} siècle. Une partie de la valeur créée par l'entreprise fait appel certes au capital intellectuel, social et culturel possédé et exploité par les salariés. Il paraît donc que la participation des salariés au gouvernement de l'entreprise est une nécessité qui traduit l'évolution de la création de valeur dans l'entreprise.

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

L'idée est que la détention d'actions par le salarié lui confère certains droits de contrôle qui peut exercer, en tant que *principal* dans sa relation d'agence, sur le dirigeant, *agent* de la même relation. Un tel contrôle protège les investissements en capital humain spécifique et, par conséquent, encourage leur développement. Si nous reprenons les termes de Royer et al. (2008), « *Not only shareholders and managers but also employees (on all levels) need voice to protect their investments in specific human capital against devaluation* ».

De surcroît, cette détention permet l'alignement des intérêts des salariés et des actionnaires externes, ce qui peut favoriser l'instauration d'un régime de confiance dans l'organisation (Charreaux, 1998 ; Poulain-Rehm, 2006) et le développement d'une coopération entre les parties prenantes (Aoki, 1984 ; Marens et Alii, 1999). De telles conséquences contribuent certes à la réalisation de l'objectif de la firme dans sa nouvelle conception partenariale, à savoir, maximiser la création de la valeur partenariale (*stakeholders value*) tout en assurant l'équilibre entre les différentes parties prenantes (Fama, 1980 ; Blair, 1996 ; Hirigoyen, 1997).

Bien que sur le plan théorique, son positionnement est pleinement justifié dans la double perspective de la gouvernance actionnariale et partenariale ; et que sur le plan pratique, il est en développement progressif, l'actionnariat salarié reste l'objet d'un ensemble de travaux empiriques très peu étendu, hormis les travaux nord-américains. En plus, la majorité des études prônant les bienfaits de l'actionnariat salarié ont souvent appuyé leur position en soulignant ses effets positifs sur les comportements et attitudes des salariés et sur la productivité, tout en négligeant son impact sur la création de valeur.

A cet égard, d'Arcimoles et Trébucq (2003) notent que, malgré ces effets positifs supposés sur la productivité et le comportement des salariés, il n'est pas certain que l'actionnariat salarié puisse constituer une source de création de valeur, et ce pour au moins deux raisons : d'abord, il est possible que les gains de productivité soient absorbés par les coûts d'information, de gestion et de rémunération engagés pour ce dispositif. En outre, l'actionnariat salarié risque d'être utilisé comme un outil de défense par la direction en place, favorisant ainsi l'enracinement des dirigeants. Un tel comportement peut causer une destruction de valeur, si nous nous plaçons du côté de l'approche négative de l'enracinement des dirigeants soutenue par certains auteurs (Shleifer et Vishney, 1989 ; Stiglitz et Edlin, 1992 et Paquerot, 1997).

D'ailleurs, les travaux empiriques disponibles (Collat 1988 ; Gordon et Pound 1990 ; Chang 1990 ; Chang et Mayers 1992 ; Dondi 1992 ; Davidson et Worell 1994 ; Conte et al. 1996 ; Winter 1995 ; Mehran 1999 ; Trébucq 2002 ; Poulain-Rehm 2006 ; Guedri et Hollandts, 2008a), étudiant la relation entre actionnariat salarié et création de valeur, présentent des résultats peu significatifs, du fait de leurs conclusions contradictoires. De surcroît, la totalité de ces études ont traité de la création de valeur *actionnariale*, à l'exception, à notre connaissance, d'une seule étude (Poulain-Rehm 2006) qui a eu récemment le mérite d'aborder la création de valeur sous un angle à la fois actionnarial et partenarial.

Dans le cadre de l'efficience, l'enjeu central des mécanismes de gouvernance consiste en leur impact sur la création de valeur, (Charreaux, 2000 ; Faleye et al., 2006) ; et motivés par les résultats peu concluants sur l'influence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale, et par le champ d'investigation très peu exploité quant à son impact sur la création de valeur partenariale, nous nous proposons dans notre travail de recherche, d'étudier la relation qui peut exister entre ce mécanisme de motivation et de contrôle, l'actionnariat salarié, et la création de valeur sous un angle à la fois actionnarial et partenarial.

Cette relation nous semble intéressante à triple titre. D'abord, cette recherche porte en elle la possibilité d'identifier certaines caractéristiques propres au système de gouvernement d'entreprise français absentes dans les travaux récents. Le principal intérêt de notre recherche réside donc, à notre sens, dans l'identification de la nature du lien entre l'actionnariat salarié et la création de valeur. En deuxième lieu, notre travail de recherche s'efforce d'envisager la création de valeur sous un angle à la fois actionnarial et partenarial ; alors que pour l'heure, ce concept bien qu'il est largement mobilisé dans la littérature, reste le plus souvent opérationnalisé sous son angle actionnarial. En troisième lieu, selon Charreaux et Desbrières (1998, p. 85) *“le problème de l'efficacité des systèmes des GE ne peut être posé que dans un cadre élargi à l'ensemble des stakeholders... il doit également être étudié dans une perspective systémique tenant compte des phénomènes de substituabilité et de complémentarité entre les différents types de mécanismes disciplinaires qui complexifient l'étude de l'origine de la performance.”* Donc, un autre intérêt de notre travail qui ne manque pas d'importance est la contribution à une meilleure définition des conditions d'efficacité de l'actionnariat salarié dans la création de valeur. Notre étude de l'actionnariat salarié se

construit ainsi à la lumière des interactions entre l'ensemble des mécanismes disciplinaires. Ces derniers peuvent être complémentaires (Walsh & Seward, 1990) ou alternatifs (Agrawal et Knoeber, 1996 ; Anderson et al., 2000 ; Coles et al., 2001).

Nous inscrivant dans cette perspective et entendant répondre aux intérêts qui nous semblent associés à cette recherche, notre problématique peut être explicitée comme suit :

« *Quelle est la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ?* »

Un ensemble de questions en découle :

- Dans quelle(s) mesure(s) l'actionnariat salarié est une source de création de valeur actionnariale ?
- Dans le cadre de l'approche partenariale, l'actionnariat salarié est-il un facteur de création et/ou de répartition et redistribution de la valeur ?
- Quelles sont les variables qui influent ces relations ? et comment ?

Afin de répondre à ce questionnement, nous adoptons dans le cadre de notre travail de recherche, une démarche **hypothético-déductive**. La suite du présent travail est organisée en deux parties : une première partie, théorique, dans laquelle nous essayons de présenter le cadre conceptuel d'analyse qui structure la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ; et une seconde partie au niveau de laquelle nous exposons la démarche empirique à suivre ainsi que les résultats, interprétations et conclusions de notre étude.

Dans *la première partie*, nous présentons le cadre théorique permettant d'analyser la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur au sein des entreprises et nous élaborons notre modèle théorique. Elle comprend trois chapitres :

- *Le premier chapitre* traite de la gouvernance d'entreprise dans son double aspect, actionnarial et partenarial tout en soulignant le passage d'une valeur actionnariale vers une valeur de type partenariale qui reconnaît les droits des différents *stakeholders*.

- *Le deuxième chapitre* a pour vocation de déterminer le rôle et la place de l'actionnariat salarié dans la gouvernance d'entreprise. Les travaux antérieurs, dans ce cadre, permettent de bien cerner son importance ainsi que les avantages qu'il fournisse.
- *Le troisième chapitre* a pour objet de démêler la nature et les caractéristiques de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur. Il nous permet également de déterminer l'impact de certains mécanismes de contrôle sur le sens et l'intensité de cette relation. De fait et comme déjà signalé, certains auteurs affirment que les mécanismes de gouvernance sont interdépendants et qui peuvent être soit complémentaires, soit substituables. Ceci implique donc qu'une étude crédible d'un mécanisme de gouvernance doit prendre en compte l'influence que peut engendrer certains autres mécanismes. D'où l'importance d'étudier l'actionnariat salarié, en tant que mécanisme de contrôle et d'incitation, dans le cadre des interactions entre les différents mécanismes de gouvernance.

L'ensemble des développements, menés dans le cadre de cette première partie, nous conduit à formuler un ensemble d'hypothèses théoriques concernant la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ainsi que les variables qui la modèrent.

Dans *la seconde partie*, nous envisageons d'appliquer des tests statistiques afin d'apporter une validation empirique aux hypothèses de notre recherche. Elle comprend deux chapitres :

- *Le premier chapitre* décrit l'échantillon retenu. Il définit également les variables retenues ainsi que leur(s) mesure(s) et expose la méthode empirique à adopter.
- *Le second chapitre* expose les résultats empiriques obtenus et présente, en conséquence, leur analyse ainsi que les interprétations qui en découlent.

La conclusion générale de notre travail de recherche explicite d'une part les apports théorique, méthodologique et managérial ; et d'autre part, les limites ainsi que les voies de recherches futures qu'elle déclenche.

Nous proposons de schématiser ci-dessous le squelette de notre travail de recherche :

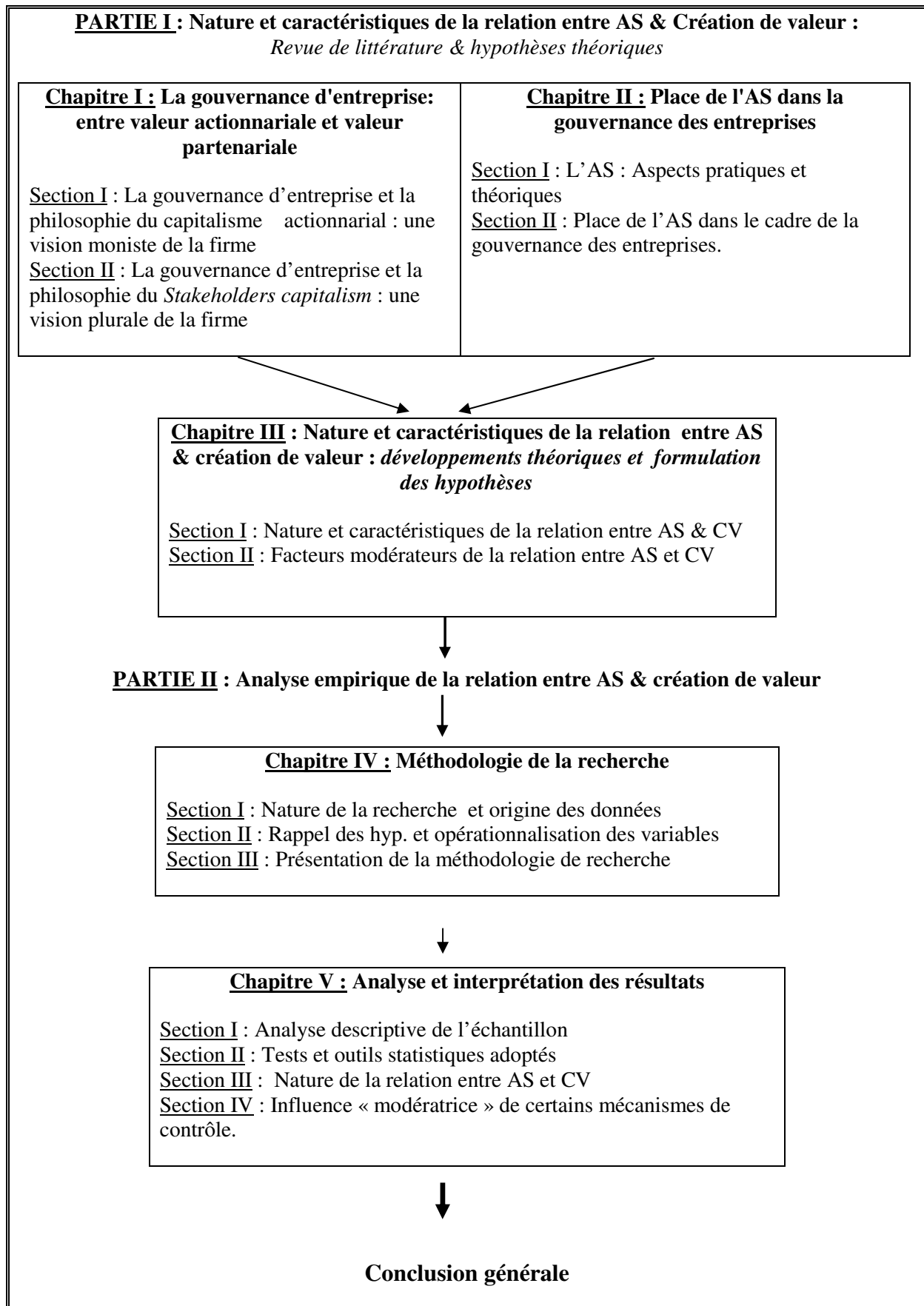


Schéma 1 : Squelette de la thèse

PREMIÈRE PARTIE

NATURE ET CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIÉ ET CRÉATION DE VALEUR

CHAPITRE I

LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES: ENTRE VALEUR ACTIONNAIRE ET VALEUR PARTENARIALE

Introduction

Désormais, la gouvernance ou le gouvernement¹ des entreprises apparaît incontestablement comme un des thèmes centraux de la gestion. Elle a connu plusieurs définitions, dont la plus communément admise est sans doute celle avancée par le rapport de Cadbury² « *La Corporate Governance est le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées* ».

De leur part, Shleifer et Vishny (1996) la définissent comme l'ensemble des procédés par lesquels les fournisseurs de capitaux de l'entreprise – réduits aux seuls apporteurs de capital financier- peuvent s'assurer de la rentabilité de leurs investissements.

A cette définition Charreaux et Desbrières (1998, p. 59) préfèrent celle selon laquelle « *le système de gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire* ».

Ces définitions ainsi que de nombreuses autres acceptions apparues à travers la littérature montrent qu'au-delà de sa genèse, le sujet de la gouvernance d'entreprise est l'objet de diverses approches qui sont le plus souvent largement divergentes. Ce manque de consensus dans la définition du « *corporate governance* » est caractéristique d'un large débat amenant à une réforme ou à une évolution de la gouvernance des entreprises. C'est un débat dans lequel les intervenants avancent des points de vue différents et proposent par conséquent des solutions profondément différentes (Keasy et al. 1997, p.2).

En effet, la gouvernance d'entreprise a évolué d'un modèle financier à un modèle partenarial. Dans le premier, la gouvernance d'entreprise se définit généralement comme l'ensemble des mécanismes qui influencent les décisions des dirigeants de manière à permettre aux actionnaires de faire valoir leurs intérêts. Dans ce contexte, le pouvoir explicatif *limité* du modèle financier de la gouvernance dont l'objectif est la maximisation de la valeur actionnariale, a induit l'exploration d'autres voies (Charreaux, 2002). Ainsi, le modèle contractuel partenarial attribue au système de gouvernance un objectif de maximisation de la valeur partenariale : l'analyse est

¹ Nous utilisons indifféremment les termes **Gouvernement** et **Gouvernance**.

² C'est un code de bonnes conduites, publié en 1992 suite à la formation d'un comité présidé par Adrian Cadbury.

donc étendue aux différents partenaires de l'entreprise ou « *stakeholders* ». Dans cette approche, les ressources humaines occupent une place centrale, mais Charreaux et Desbrières (1998) proposent une approche qui généralise cette démarche partenariale à l'ensemble des parties prenantes. Ces auteurs considèrent que la création de valeur repose également sur les compétences offertes par certains fournisseurs, sous-traitants ou clients et ce notamment dans le cadre de relations de coopération de longue durée. Ainsi, nous pouvons considérer que ce modèle partenarial de gouvernance d'entreprise conduit à une conception plus large de création de valeur, différente de la conception strictement financière focalisée sur la satisfaction des actionnaires.

Pour mieux cerner les enjeux à l'origine de ces divergences, nous présentons dans le présent chapitre une analyse des deux modèles ou approches fondamentales du gouvernement d'entreprise et leurs interactions. Dans **la première section**, nous traitons de la gouvernance actionnariale des entreprises ou de la gouvernance « traditionnelle »³, en tant que mécanisme de protection des intérêts des actionnaires. La critique de cette vision, conduit à explorer dans **la seconde section** la deuxième approche alternative à savoir la gouvernance partenariale, et ce dans l'optique du « *stakeholder capitalism* ».

³ Le concept de la gouvernance « traditionnelle » des entreprises ou de la gouvernance actionnariale renvoie à une gouvernance centrée sur les intérêts des actionnaires. Ce système comprend alors l'ensemble des mécanismes de contrôle et des leviers incitatifs servant à aligner le comportement des dirigeants sur le critère du respect des intérêts des actionnaires (Caby et Hirigoyen, 2001).

SECTION I : La gouvernance d'entreprise et la philosophie du capitalisme actionnarial : une vision moniste de la firme

La théorie néoclassique de la valeur est fondée sur les besoins des individus pris en compte dans leur fonction d'utilité. Cette conception est basée sur un certain nombre d'hypothèses telle qu'une information parfaite des différents agents ainsi que leur rationalité. L'action de chaque agent est guidée avant tout par son opportunisme⁴, c'est-à-dire par son désir de maximiser son utilité personnelle.

Malgré le bien-fondé et la clarté de ce postulat, la théorie traditionnelle de la firme n'a pas constaté l'opportunisme des dirigeants des entreprises et n'a pas avancé que ces derniers risquent de privilégier leurs propres intérêts au détriment des intérêts d'autres « *stakeholders* ». Relevant la séparation entre pouvoir et propriété au sein des grandes entreprises, Berle et Means (1932) remettent en cause l'hypothèse établie d'un dirigeant agissant dans le sens de la maximisation de la valeur de la firme pour faire émerger la thèse du contrôle managérial. Telle thèse est argumentée, selon les deux auteurs, par la mainmise des dirigeants sur la gestion quotidienne ainsi que par la dispersion de l'actionnariat.

Cependant, faut-il attendre l'émergence de la théorie de l'agence⁵ pour assister à une évolution fondamentale de la théorie de la firme. En effet, c'est à travers cette théorie que les coûts liés à l'opportunisme des agents, et qui sont de manière générale inhérents à toute forme de délégation, sont pour la première fois reconnus et explicitement détaillés.

I- La théorie de l'agence

C'est dans un article célèbre de Michaël Jensen et William Meckling datant de 1976 et publié dans le *Journal of Financial Economics* que la théorie d'agence trouve son origine.

Nous présentons, d'abord, un rappel des postulats de cette théorie, pour illustrer par la suite les leviers d'opportunisme des agents.

⁴ « L'opportunisme fait référence à la recherche de l'intérêt personnel, à tout effort calculé pour tromper, désinformer, déguiser, omettre, choquer ou induire en erreur un autre agent » (Joffre, 1999 ; P. 152).

⁵ Suite à la publication de l'article fondateur de Jensen et Meckling (1976).

1- La théorie de l'agence : postulat de départ

Inspirée par l'économie libérale, la théorie de l'agence repose sur l'idée qu'il n'y a au sein de la firme que des rapports libres contractuels et qu'il n'y a pas lieu d'opposer la firme au marché, puisque celle-ci n'est pas très différente de ce dernier : la firme est envisagée alors comme un marché privé où le contrat de travail deviendrait un contrat commercial.

Il y a relation d'agence quand un acteur dénommé « principal » ou « mandant » délègue tout ou partie de son pouvoir de décision à un autre acteur appelé « agent » ou « mandataire ».

Jensen et Meckling (1976) définissent ainsi la relation d'agence *« comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent (...) »*⁶.

La théorie de l'agence considère donc la firme comme un véritable nœud de contrats au sein duquel s'établit l'ensemble des relations entre les parties prenantes (ou « *stakeholders* ») dont notamment les actionnaires, les dirigeants, les salariés, les fournisseurs, les clients, etc. Toutefois, les théoriciens de l'agence se focalisent essentiellement sur la relation actionnaire/dirigeant. Il y a donc bien un contrat entre les deux parties, avec d'un côté les actionnaires ou propriétaires (principal) qui engagent un dirigeant (agent) pour exécuter en leur nom une tâche à savoir, la gestion de l'entreprise, qui implique certes une délégation d'un certain pouvoir de décision.

Comme le précise la théorie des contrats, chacune des deux parties a, en fait, intérêt à procéder à un échange car les actionnaires ont besoin du capital humain possédé par les dirigeants et ces derniers ont besoin des capitaux financiers que détiennent les actionnaires. Pour autant, la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants de l'entreprise est perçue par les théoriciens de l'agence comme source potentielle de conflits d'intérêts.

⁶ Dans Charreaux (1999 ; P. 75)

En effet, à l'issue de leurs travaux sur la séparation des fonctions de propriété et de direction, Berles et Means (1932) soutenaient que les managers des sociétés peuvent avoir des objectifs divergents de ceux des actionnaires.

Etant donnée que la relation d'agence peut être de nature conflictuelle (divergence entre les intérêts du principal et de l'agent), elle peut générer des coûts d'agence dus essentiellement à l'opportunisme du fait de l'incertitude, de l'imparfaite observabilité des efforts des uns et des autres et de l'asymétrie informationnelle.

Jensen et Meckling (1976) distingue trois types de coûts :

- des coûts de contrôle ou de surveillance (*monitoring expenditures*) qui sont supportés par le principal pour tenter de limiter le comportement opportuniste de l'agent. Les coûts de surveillance comprennent, à titre d'exemple, le coût des systèmes d'intéressement mis en place pour motiver les agents à agir conformément à l'intérêt du principal.
- des coûts de dédouanement ou d'obligation (*bounding expenditures*) engagés par l'agent pour mettre le principal en confiance et le persuader qu'il agisse conformément à ses intérêts. La publicité ou contraction d'une assurance responsabilité civile peut être interprétée dans ce sens. Ces coûts peuvent résulter également de la réalisation de rapports financiers ou d'audits.
- des coûts d'opportunité, non explicites, représentatifs d'une perte résiduelle (*residual loss*) correspondant à la perte d'utilité subie par le principal par suite de la divergence d'intérêts avec l'agent. Ce type de coût peut être illustré comme suit : dans la mesure où les actionnaires ont des anticipations rationnelles, ils sont parfaitement conscients que le comportement des dirigeants risque d'être nuisible à leurs intérêts. Dans ces conditions, ils n'accepteront pas de payer les actions au prix initial, mais à leur nouvelle valeur d'équilibre, entraînant une diminution de valeur de la firme représentative d'un risque résiduel (Jacquillat et Levasseur, 1984). Cette perte résiduelle peut être atténuée par la mise en place de certains dispositifs tels que la surveillance, la sanction et le contrôle des agents par un conseil d'administration composé uniquement de membres externes (Fama et Jensen, 1983).

2- Les leviers d'opportunisme des agents

Cette relation d'agence déjà définie porte certaines caractéristiques qui sont favorables à l'opportunisme et pouvant être source de coûts spécifiques. Ces caractéristiques peuvent se résumer en quatre points essentielles à savoir : une incomplétude des contrats, une incertitude, une imparfaite observabilité des efforts de l'agent et une asymétrie informationnelle.

- *L'incomplétude des contrats*

Le contrat peut être défini comme étant un instrument juridique qui lie la firme à ses différents membres ou « *stakeholders* » ainsi qu'avec d'autres agents externes. Aussi et dans une certaine mesure, il peut être considéré comme une codification des rapports entre les différents agents au sein de la firme. Une telle codification est de nature à permettre une meilleure coordination des comportements individuels, et ce afin d'aboutir à des prises de décision garantissant la meilleure allocation des ressources. Pour que cette coordination soit efficace, le contrat doit préciser le comportement de chacun lors des différents états de la nature. A cet égard et vu les imperfections de l'environnement informationnel, la plupart des contingences sont difficiles à anticiper et à décrire. La théorie de l'agence estime, dès lors, que les contrats sont incomplets et que cette incomplétude est liée à l'incertitude. En effet, le contrat qui lie les deux parties prenantes est nécessairement imparfait et incomplet du fait qu'on ne peut prévoir par contrat l'ensemble des événements pouvant se réaliser dans le futur. Cette incomplétude peut amener les agents (les dirigeants dans la relation d'agence Actionnaires/dirigeants) à dévier du contrat ou du moins à profiter de ces failles, notamment lorsque certaines situations non prévues dans le contrat se présentent (Paquerot, 1996).

- *L'incertitude*

L'incertitude empêche toute projection fiable dans le futur. Elle s'explique par l'impossibilité ou par le coût exorbitant lié à la prévision de toutes les éventualités possibles lors de l'établissement du contrat. Cette incertitude est associée aux problèmes d'observabilité et d'asymétrie informationnelle.

- *L'imparfaite observabilité des efforts de l'agent*

Elle s'explique par la difficulté et les coûts prohibitifs que peut engendrer la mesure des efforts fournis par un agent dans l'accomplissement de ses obligations. En effet, l'agent a souvent une obligation de moyen et très rarement une obligation de résultat.

- *L'asymétrie informationnelle*

Elle provient de la différence d'accès à l'information des différents acteurs. L'information peut être une source de contrôle et pouvoir et donc une source de valorisation d'une catégorie d'acteurs par rapport à d'autres. Donc, l'accès à l'information donne le pouvoir de négociation et détermine la liberté d'action. Aussi, un manque d'information peut être la source d'une perte relative de contrôle. Dans cette perspective, Stiglitz et Edlin (1992) soulignent que les dirigeants peuvent utiliser l'asymétrie d'information avec les différents partenaires de la firme pour éviter leur contrôle et avec les équipes dirigeantes concurrentes pour les dissuader à postuler à leur poste.

Ainsi et vu l'incomplétude des contrats et le comportement opportuniste des différents acteurs, la théorie de l'agence montre que l'agent⁷, lui-même maximisateur de son utilité individuelle, peut profiter de toutes les failles contractuelles pour entreprendre des actions qui vont à l'encontre de l'intérêt du principal. Appliquée aux grandes entreprises où la dissociation des fonctions de management (ou décision) et de propriété des actifs est courante, cette divergence d'intérêts peut s'avérer très nuisible pour les actionnaires ; les droits des autres « *stakeholders* » étant supposés garantis par les contrats qui les lient à la firme. Le but est, alors, de mettre en place des systèmes qui permettent d'aligner et de rendre compatibles les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires.

Selon l'approche principal/agent, l'obtention de cet objectif passe par la mise en place d'un système combiné de sanctions/récompenses à l'égard du manager et des schémas incitatifs⁸ destinés à stimuler ses efforts et son ingéniosité. En outre, des mécanismes de contrôle sont

⁷ Nous prenons l'agent ici au sens de mandataire qui est délégué par le mandant (qui est l'actionnaire) ou principal pour agir en son nom.

⁸ Il faut noter à cet égard que les incitations se situent au cœur de la théorie de l'agence.

instaurés pour éviter toute déviation de sa part. Ceci a favorisé la multiplication de travaux empiriques et théoriques visant à résoudre cette problématique. La gouvernance des entreprises relève de ces réflexions.

II- La gouvernance des entreprises dans une approche actionnariale

Dans toutes les entreprises non strictement individuelles, il existe une délégation de pouvoir, et donc une relation d'agence entre les bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers) qui jouent le rôle de principal et les dirigeants qui ont la qualité d'agent. Ces problèmes d'agence constituent la principale raison de la gouvernance des entreprises.

En effet, en tant que principaux, les investisseurs recrutent les dirigeants ; et en leur qualité d'agents, ces derniers se chargent de la gestion et du fonctionnement de la firme. Les intérêts des dirigeants et des principaux sont différents ou, du moins, peuvent diverger. La gouvernance des entreprises consiste alors à réduire la divergence des intérêts et à s'assurer que les firmes soient gérées au mieux dans l'intérêt des investisseurs. Sous cet angle, cette définition intègre bien la nouvelle réalité des firmes en tant que nœud de contrats entre des intérêts parfois divergents dont il convient d'assurer une certaine convergence.

Cette approche du « *corporate governance* » demeure toutefois fidèle à la théorie néoclassique de la firme, dans le sens où l'objectif ultime recherché consiste à maximiser la valeur des fonds propres⁹. L'intérêt est donc focalisé sur les seuls détenteurs des titres de créances résiduelles, précisément les actionnaires. Leurs rapports avec les autres acteurs de la firme (dirigeants, salariés, administrateurs,...) ne sont étudiés que dans la mesure où ils constituent des acteurs importants et nécessaires pour la maximisation de la « *shareholder value* », processus qu'ils peuvent soit accélérer, soit au contraire, ralentir ou bloquer.

⁹ Dans ce cadre, Albert estime que "Le gouvernement de l'entreprise consiste à ne plus donner aux dirigeants des firmes qu'un seul et unique but, celui de maximiser les profits et les dividendes" (Albert M., 1994).

1- L'intérêt des investisseurs : objectif ultime de la firme

Les nouvelles approches de la valeur fixent à l'entreprise un seul et unique objectif, celui de maximiser la valeur créée pour les seuls actionnaires. Ceci marque certes un prolongement de la théorie microéconomique traditionnelle qui faisait de l'entreprise une fonction à maximiser la valeur des fonds propres. Mieux encore, le caractère prédominant de l'intérêt exclusif des investisseurs financiers se trouve renforcé. Ces nouvelles approches ne se limitent pas à insister sur la primauté absolue de l'accroissement de la richesse des actionnaires mais présentent également des normes de rentabilité que les équipes dirigeantes cherchent à atteindre.

Dans un premier temps, la prééminence de la préservation de l'intérêt des actionnaires trouve sa légitimité dans le cadre légal fourni par la théorie des droits de propriété. Cette théorie, développée sous l'impulsion d'Alchian et Demsetz (1972), postule que les droits de propriété ne sont efficaces qu'à la condition d'être exclusifs. Par la suite, la théorie de l'agence apporte une analyse minutieuse des conséquences de la séparation de la propriété et du contrôle et montre dès lors, la fragilité du statut de l'actionnaire face aux dispositifs contractuels réglant le fonctionnement des entreprises. Partant de ce constat, l'approche principal/agent recommande certaines stratégies axées principalement sur la défense de l'intérêt des investisseurs financiers.

A- Propriété et contrôle : la problématique du statut de créancier résiduel

Le développement de l'entreprise managériale depuis la seconde moitié du vingtième siècle a fait naître un intérêt exponentiel pour le fonctionnement de la firme et ses problèmes d'organisation.

Dans cette perspective, la gouvernance d'entreprise relève des tentatives de résolution des problèmes causés par la séparation de la propriété et du contrôle. Elle traite, selon l'approche restrictive de Shleifer et Vishny (1997), des chemins et méthodes qu'empruntent les fournisseurs de capitaux (ou bailleurs de fonds) afin de s'assurer un retour sur investissement. Il s'agit dès lors de contrôler efficacement les dirigeants pour qu'ils ne dérobent pas les capitaux mis à leur disposition ou ne les investissent pas dans de mauvais projets. Théoriquement, les investisseurs financiers signent un contrat qui stipule ce que les dirigeants doivent faire avec les fonds et comment les bénéfices vont être distribués. Mieux encore, ce contrat doit spécifier les actions à

prendre dans tous les états de la nature, c'est-à-dire préciser la solution correspondant à tous les cas de figure qui peuvent se présenter.

Or vu les imperfections de l'environnement informationnel, la plupart des contingences sont difficiles, voire impossibles, à anticiper et à décrire et par conséquent, les contrats complets sont jugés pratiquement infaisables (Shleifer et Vishny, 1997). Face à cette incomplétude des contrats, les financiers et les dirigeants se trouvent dans l'obligation d'allouer les droits de contrôle résiduels. Ces derniers confèrent à leurs détenteurs les droits de prendre des décisions dans des situations non prévues par le contrat (Grossman et Hart, 1986 ; Hart et Moore, 1990). Alors, la question qui s'impose à ce niveau est la suivante : Quand est-il de la répartition de ces droits ?

La théorie des droits de propriété aborde cette question. Au-delà de sa qualité de créance résiduelle, l'action représente d'abord un titre de propriété. Or, l'un des principes de base de la théorie des droits de propriété est l'« *exclusivité* ». Selon ce principe, celui qui détient ces droits est l'unique à assumer le risque et à supporter toutes les éventuelles conséquences négatives résultant d'une mauvaise utilisation ou d'une dévalorisation de ces droits. Cette forte exposition au risque trouve sa légitimité dans le fait que le détenteur de ces droits s'approprie de l'intégralité des profits potentiels.

Dès lors, l'actionnaire, acteur rationnel cherchant à maximiser son utilité, doit assurer une meilleure utilisation de ses droits. Mais, du fait qu'il ne puisse gérer lui-même ses capitaux¹⁰ et suite à une délégation de pouvoir, l'actionnaire doit exercer un contrôle sur le mandataire chargé de la gestion. Un tel contrôle ne peut être efficace¹¹ que s'il est du ressort exclusif des propriétaires, donc des actionnaires. Implicitement, ceci suppose que les deux aspects de la propriété, « *le bénéfice résiduel* » et « *le contrôle résiduel* », soient associés à la même personne. Toutefois, il y a lieu de noter à cet égard que le phénomène du « *passager clandestin* » (Grossman et Hart, 1980a) est susceptible de dégrader la portée d'une telle mesure.

Donc, conformément à l'hypothèse de maximisation de l'utilité individuelle et avant toute délégation de pouvoir, les actionnaires sont appelés à désigner les managers susceptibles de

¹⁰ Dans la mesure de son incompétence managériale et/ou par souci de diversification de son portefeuille.

¹¹ A notre sens, un contrôle peut être jugé efficace s'il empêche une forte dégradation de ces droits.

réaliser les bénéfices résiduels les plus élevés. Cette perspective favorise, certes, la mise en place d'une gestion orientée vers la maximisation de la valeur actionnariale.

À côté de ces arguments théoriques, les nouvelles approches de la valeur justifient également la primauté de l'intérêt des actionnaires par la plus grande facilité qu'ont les dirigeants à gérer en poursuivant un objectif unique.

B- Un objectif unique est synonyme d'une plus grande efficacité

Chaque organisation cherche à accomplir un but bien déterminé. En effet, une organisation ne fixant pas un objectif précis à atteindre va se trouver dans l'impossibilité de satisfaire les exigences du marché. Dans ce cadre, une étude menée par Cools et al. (2000)¹² démontre que les entreprises qui cherchent à accomplir plusieurs objectifs échouent sur tous les fronts. Les auteurs concluent que chaque entreprise doit retenir un seul axe d'orientation, et donc un seul objectif à suivre. Mais, quel objectif l'entreprise doit retenir ? C'est le débat qui oppose d'ailleurs deux courants. L'un privilégie les actionnaires comme étant les créanciers résiduels. L'autre insiste sur le fait que le manager doit effectuer un savant dosage entre les intérêts des clients, des fournisseurs, des pouvoirs publics et du corps social dans son ensemble.

A première vue et comme le supporte d'ailleurs le second courant, l'entreprise à visage humain au sein de laquelle les intérêts de toutes les parties priment sur les intérêts particuliers paraît plus cohérente. Mais, dans des économies basées sur le marché et qui reconnaissent le droit de la propriété privée, Jensen (2001)¹³ atteste que la responsabilité unique pour la firme est la maximisation de la richesse des actionnaires. Le choix de cet objectif trouve sa légitimité dans deux raisons essentielles :

b₁. Chaque firme doit avoir un objectif unique

L'approche des *stakeholders* (ou l'approche des parties prenantes) présume que le manager doit assurer un équilibre entre les intérêts des différentes parties prenantes (clients, fournisseurs, employés, actionnaires, prêteurs, pouvoirs publics...). Or, chacune de ces parties prenantes a sa

¹² Cools, Kess et VanPaag, « The value relevance of a single- valued corporate target : an empirical analysis », working papers, 2000, SSRN, id : 244788

¹³ « This house believes that change efforts should be guided by the sole purpose of increasing shareholder value », Jensen (2001).

propre fonction d'utilité, et le manager se trouve dès lors face à une fonction à maximiser de nature multidimensionnelle et présentant à la fois des aspects contradictoires, sinon divergents (D'Souza et Williams, 2000). Donc, en l'absence d'un objectif bien déterminé, le processus décisionnel risque d'être complexe, ce qui peut paralyser l'expansion de la firme ainsi que l'accroissement de son bénéfice.

Toutefois, une gestion par la valeur permet de centrer les efforts de l'entreprise sur un objectif unique et identifiable. Fixer un objectif unique à l'entreprise permet d'une part d'éviter les nombreuses barrières liées aux conflits d'intérêts et d'autre part, les dirigeants de la firme deviennent plus responsables dans la mesure où leurs efforts sont désormais quantifiables et peuvent être évalués par rapport aux objectifs inscrits en matière de création de valeur¹⁴.

b2. La création de valeur pour les actionnaires assure le bien-être des autres *stakeholders*

Avoir un objectif unique ne signifie pas pour autant que la firme ignore ses autres partenaires et *stakeholders*¹⁵. Une firme rentable et en bonne situation financière est menée à procurer plus de travail à ses sous-traitants ou autres fournisseurs. De même, elle est mieux disposée à recruter de nouveaux employés et/ou à préserver ses ressources humaines lors d'une baisse conjoncturelle d'activité.

Quant à Rappaport (1986)¹⁶, il a su trouver un bon argument en faveur de la création de valeur pour les actionnaires. Il énonce qu'avec la privatisation des économies durant ces dernières années, les fonds de pension et les fonds mutuels sont entrain de devenir les investisseurs majoritaires dans les capitaux des entreprises (57% des actions des entreprises les plus importantes aux Etats-Unis). Et du fait que ces fonds sont la propriété des employés et les consommateurs, si chaque entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires, ceci va se répercuter sur la valeur créée pour les autres partenaires.

Mettre la maximisation de la valeur en priorité absolue signifie que les actionnaires sont les dépositaires réels du pouvoir au sein de l'entreprise.

¹⁴ « les gens fonctionnent mieux quand ils ont des responsabilités spécifiques qu'ils doivent justifier par des moyens transparents, vérifiables et qui respectent la nature humaine », Samuel Brittan, *Financial Times*, 1 février 1996.

¹⁵ Albouy M., Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur, *Revue Française de Gestion* N° 122, 1999.

¹⁶ Rappaport A., *Creating shareholder value : A guide for managers and investors*, Revised and updated, Edition : *The Free Press*, 1998.

2- La gouvernance des entreprises dans l'optique principal/agent

Les approches de la valeur qui s'inscrivent dans le prolongement de la théorie de l'agence, ne cessent de dresser les critères que la firme doit respecter pour maximiser la création de valeur. Dans cette optique, la gouvernance d'entreprise doit apporter un cadre adéquat à la réalisation de cet objectif, compte tenu des principales contraintes posées. Celles-ci touchent essentiellement le comportement des dirigeants et son impact sur la valorisation de la firme.

A- Sources de conflits entre actionnaires et dirigeants

La divergence, et par conséquent le conflit, d'intérêt entre dirigeants et actionnaires ne se limite pas à un seul motif pour être expliquée. En effet, il y en a plusieurs dont notamment la composition du patrimoine (ou l'aversion au risque) des dirigeants, leur horizon temporel de décision, leurs intérêts particuliers et finalement leur position charnière dans l'entreprise.

a₁. La composition du patrimoine des dirigeants

En considérant l'attitude des différents acteurs de l'entreprise envers le risque, la théorie de l'agence conclut que contrairement aux principaux qui sont neutres, les managers sont plutôt averses au risque. Cette différence s'explique par le fait que les premiers peuvent facilement diversifier leur portefeuille tandis que la valeur des seconds, en termes de « capital humain », est principalement fonction des résultats de la firme. Les possibilités de diversifier le risque lié à cette composante de leur patrimoine (généralement la plus importante) sont quasi absentes, sauf dans le cas de gérer plusieurs entreprises en même temps. De ce fait, l'intérêt des dirigeants est de choisir une stratégie moins risquée que ce qui serait exigé par l'intérêt des actionnaires.

a₂. Le problème d'horizon temporel

Pendant que l'horizon des actionnaires est en principe infini¹⁷, celui du dirigeant ne va pas au-delà de sa présence au sein de l'entreprise. De ce fait, les managers sont amenés à élaborer leur stratégie en fonction de leur durée de présence probable dans la firme. À titre d'exemple, un dirigeant dont le départ à la retraite est proche a intérêt à diminuer, voire éviter, les dépenses en recherche et développement dont il supporte en partie les coûts alors que les retombées reviendront en totalité à son successeur. Ces dépenses peuvent induire à court terme une baisse de

¹⁷ « (...) la possibilité de revente sur le marché lié au caractère négociable des actions, fait que la valorisation se détermine en principe sur un horizon infini. » Caby et Hirigoyen (2001)

la performance de la firme, ce qui affecterait certainement la partie variable de la rémunération du dirigeant. Dans ce cadre, Dechow et Sloan (1991) ont pu constater le recul des dépenses en recherche et développement avec l'approche de la fin des fonctions des principaux dirigeants.

Aussi, un manager exposé aux menaces du marché des prises de contrôle des entreprises et à celles du marché du travail des dirigeants, peut adopter une attitude court-termiste le conduisant à ne retenir que les projets ayant un flux initial de *cash flow* élevé même si leur rentabilité totale n'est pas la meilleure. Dans ce cadre, Zingales (2000) explique la vision court-termiste du manager par le fait que rien ne lui garantisse de bénéficier des résultats des stratégies à long terme.

Ceci ne va pas de pair avec les exigences des actionnaires qui portent un intérêt capital pour la rentabilité à long terme.

a3. Les intérêts particuliers des managers

Certes, la qualité des décisions managériales dépend non seulement de la compétence de l'équipe dirigeante mais également des incitations à agir dans le sens de la création de valeur pour les actionnaires. Or sur certains aspects particuliers de la gestion de la firme, les managers peuvent avoir des tendances non conformes aux exigences des actionnaires. Ainsi, dans des firmes où la détermination et l'évaluation exactes du travail fournie sont difficiles à réaliser, les dirigeants peuvent ne pas optimiser leurs efforts surtout lorsqu'ils ont d'autre occupation. Dans cette optique, Rosenstein et Wyatt (1997) constatent une baisse des cours des actions lorsqu'un des principaux dirigeants siège au conseil d'administration d'une autre entreprise. Ceci s'explique par le fait que ces activités externes, bien qu'elles apportent au manager plus de prestige et de prestations, impliquent une diminution de temps et de l'attention consacrés à la firme ce qui peut affecter les performances de l'entreprise.

a4. La position charnière des managers

Au sein de l'entreprise, les dirigeants sont à la fois les mandataires des actionnaires, chargés de préserver leur intérêt, et les supérieurs des employés. Selon Caby et Hirigoyen (2001), cet arbitrage pose des problèmes de motivation, et donc peut être une source de conflit entre

actionnaires et dirigeants. À cet égard, d'Arcimoles (1995) stipule que « (...), *il est très probable que, sauf incitations pécuniaires suffisantes, les dirigeants soient uniquement tentés de privilégier les exigences des salariés* ».

Ces différents constats sont à l'origine des conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants. Un tel conflit peut se traduire par la mise en œuvre, de la part de l'équipe dirigeante, des stratégies qui s'écartent sensiblement des objectifs des actionnaires. En réponse à ces situations, les modèles principal/agent recommandent le recours simultané à des mécanismes de contrôle et à des incitations financières pour résoudre ou gérer l'antagonisme actionnaires-dirigeants.

B- Des mécanismes de contrôle aux incitations financières

Dans le cadre d'alignement du comportement des managers sur le critère de maximisation de la valeur pour les actionnaires, la théorie d'agence a induit deux types d'incitations, à savoir les incitations financières et les mécanismes de contrôle qui peuvent être considérés, selon Caby et Hirigoyen (2001), comme des alternatives.

b₁. Les mécanismes de contrôle

Ces mécanismes de contrôle ont connu différentes typologies proposées par certains auteurs et théoriciens. De son côté, Williamson (1991) les classifie selon qu'ils possèdent le caractère intentionnel (liés à la hiérarchie) ou spontané (liés aux marchés). Par contre, Amann et Couret (1992) distinguent, dans une optique juridique, entre les modes de régulation et les modes de transformation de l'antagonisme actionnaires-dirigeants. De leur part et selon le critère d'appartenance interne/externe des acteurs responsables de l'exercice du contrôle, Jensen (1993) ; Charreaux (1997) et Pochet (1998) distinguent les mécanismes de contrôle internes de ceux externes.

Dans ce qui suit, et sans emprunter aucune de ces typologies, on va présenter un par un les différents mécanismes de contrôle et expliquer leur influence sur la création de richesse.

b_{1.1}. Le conseil d'administration

Le conseil d'administration occupe une place centrale dans les mécanismes de la gouvernance d'entreprise vu qu'il constitue le principal levier de contrôle¹⁸ par lequel les actionnaires s'assurent du bon fonctionnement de leur firme. En effet, Fama (1980) et Fama et Jensen (1983) lui attribuent deux fonctions essentielles, à savoir évaluer et ratifier les décisions d'investissement à long terme, et contrôler la performance des managers.

Les théoriciens et auteurs ont relevé que l'efficacité du conseil d'administration est liée à certaines caractéristiques touchant tant sa composition¹⁹ que sa structuration²⁰.

b_{1.2}. La géographie du capital²¹

Dans le cadre de la gouvernance d'entreprise, la géographie du capital a été largement disputée tout en mettant en exergue trois formes de propriété, à savoir la propriété managériale, la propriété des actionnaires majoritaires et la propriété des institutionnels.

- la propriété managériale

Trois conceptions différentes ont été relevées par Charreaux (1991) quant à la relation entre la propriété managériale et la performance organisationnelle :

* *la thèse de la convergence des intérêts* qui amène à une relation positive entre le pourcentage du capital détenu par les dirigeants et la valeur créée pour les actionnaires. En effet, le rôle joué par la propriété managériale dans le processus de contrôle a été signalé depuis Berle et Means (1932) qui considèrent que la fraction détenue par le manager joue un rôle déterminant dans l'alignement des intérêts. Cette thèse a été reprise par Jensen et Meckling (1976) en signalant que plus cette fraction est importante, plus l'écart par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur est faible. Ceci implique une réduction des coûts d'agence et donc, une augmentation de la valeur de la firme au regard des actionnaires.

¹⁸ Selon Oren-Füest et al. (2000), le conseil d'administration est le lien central entre la gouvernance et la performance managériale.

¹⁹ C'est-à-dire le pourcentage des externes ou *outsiders* dans le conseil

²⁰ C'est-à-dire la dissociation ou non de la fonction du président du conseil d'administration de celle du *manager*.

²¹ Ou encore la structure de propriété

* *la thèse de la neutralité*, selon laquelle toutes les structures de propriété sont équivalentes (Demsetz, 1983), et donc la détention des managers d'une fraction du capital n'a pas d'effet sur la performance de l'entreprise ; et

* *la thèse de l'enracinement*²² *des dirigeants* qui considère que la propriété managériale amène les managers à renforcer leurs stratégies d'enracinement²³ et accentue dès lors les problèmes d'opportunisme (Fama, 1980 ; Jensen et Fama, 1983, Welbourne et Cyr, 1999, Griffith et al. 2002). De ce point de vue, la propriété managériale est source de coûts d'agence, et donc conduit à une réduction de la valeur de l'entreprise.

- la propriété des actionnaires majoritaires

Selon Caby et Hirigoyen (2001), les entreprises caractérisées par un capital peu concentré²⁴ laissent un certain espace discrétionnaire appréciable aux managers, alors qu'à l'inverse, les entreprises au capital fortement concentré²⁵ suscitent un contrôle important exercé par les actionnaires sur les dirigeants.

Ainsi, une structure financière où la dispersion du capital est trop forte, signifie qu'aucun actionnaire individuel n'a intérêt à s'engager dans une mission de contrôle (Grossman et Hart, 1980). Le coût du *monitoring* sera en effet intégralement à sa charge, tandis que les bénéfices profitent à l'ensemble des actionnaires. En effet, l'activité du *monitoring* suppose un engagement important en ressources et en temps.

Et comme il est peu probable que les managers chercheront à maximiser la richesse pour des actionnaires passifs et impuissants, l'existence d'actionnaire(s) majoritaire(s) est bien sollicitée pour assurer un certain contrôle et réduire dès lors les problèmes de *Free-rider*²⁶ (absence de contrôle).

²² Pigé (1998) le définit comme étant le processus qui permet au manager de s'affranchir de la tutelle de son conseil d'administration, voire de ses actionnaires.

²³ À côté de la structure de propriété, on relève de la littérature d'autres stratégies d'enracinement telles que l'investissement en actifs spécifiques (Shleifer et Vishny, 1989), la neutralisation du pouvoir du conseil d'administration (Paquerot, 1996) et la croissance par diversification (Fox et Hamilton, 1994).

²⁴ Les auteurs parlent ainsi d'entreprises managériales

²⁵ Les auteurs parlent ainsi d'entreprises contrôlées

²⁶ Selon Shleifer et Vishny (1986), les actionnaires majoritaires peuvent réduire les problèmes de *Free-rider*.

Dans ce cadre, Wruck (1994) atteste que la présence de *blokholders*²⁷ renforce le contrôle exercé sur le manager afin de réorienter les stratégies de l'entreprise vers la réalisation d'une hausse des rendements anormaux. Egalement, l'efficacité de l'actionnaire majoritaire dans le processus de contrôle est soutenue par Demsetz (1983), Shleifer et Vishny (1986), Barclay et Holderness (1989) et Denis et al. (1995).

- la propriété des actionnaires institutionnels

La participation des investisseurs institutionnels dans les capitaux des entreprises françaises et américaines ne cesse de développer, ce qui explique dans une large mesure l'importance exponentielle et l'attention particulière accordée à cette catégorie. Selon certains auteurs notamment Easterbrook (1984), Watts et al. (1988), McConnel et Sarvaes (1990), Agrawal et Mandelker (1992) et Bhidé (1993), l'investisseur institutionnel est un investisseur actif, dans le sens où il participe activement dans la gouvernance de l'entreprise. La présence de ce type d'investisseurs permet de réduire les coûts d'agence et d'améliorer en conséquence la valeur de l'entreprise. De plus, Jensen (1993) précise qu'en dehors du contrôle que les investisseurs institutionnels sont susceptibles d'exercer, leur seule présence rend plus crédible une menace de prise de contrôle. Quant à Pound (1988), il n'était pas catégorique et relève trois hypothèses concernant la relation entre la propriété institutionnelle et la valeur de l'entreprise, à savoir :

- * *l'hypothèse de la surveillance efficiente* qui prédit une relation positive entre la propriété institutionnelle et la valeur de l'entreprise.
- * *l'hypothèse de conflit d'intérêts* qui prévoit une relation négative ; et
- * *l'hypothèse de l'alignement stratégique* (existence de collusion) qui prévoit un effet négatif sur la valeur de l'entreprise.

b1.3. La politique d'endettement

Poincelot (1999) considère l'endettement comme étant « (...) *une variable d'action utilisée (indirectement) par les actionnaires pour réduire la marge de liberté du dirigeant et s'approprier la valeur* ». En effet, Jensen et Meckling (1976) soulignent que le financement de la croissance des entreprises par la dette permet de résoudre le conflit d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants et d'affaiblir dès lors les coûts d'agence. Ceci résulte du fait que l'endettement incite

²⁷ entités qui détiennent plus que 5% du capital.

de manière efficace le manager à la bonne gestion et à tenir ses obligations à l'égard des prêteurs, à la différence des dividendes pour les actionnaires²⁸. Albouy (1999) explique ceci en précisant que plus l'entreprise est endettée, plus le risque de perte d'emploi et d'avantages en nature des managers est élevé, et donc plus ils sont incités à la performance.

b_{1.4}. Le marché financier

Le marché financier peut être considérée comme un mécanisme de contrôle puisque les actionnaires insatisfaits peuvent céder leurs titres entraînant ainsi une baisse du prix. Celle-ci peut engendrer une diminution de la rémunération des managers²⁹ ainsi qu'une certaine difficulté pour un financement par le marché.

De surcroît, ce marché financier intervient selon Jensen et Ruback (1983), comme étant un *marché du contrôle des sociétés*. « *En effet, si les objectifs stratégiques choisis par les dirigeants ne satisfont pas à la contrainte de maximisation de la richesse, un conflit d'intérêts apparaît entre les dirigeants et les actionnaires qui peut être résolu grâce à un instrument coercitif : la menace puis l'exécution d'une prise de contrôle externe qui induit (...), pour les dirigeants, un risque de révocation à l'issue de la prise de contrôle* ». (Caby et Hirigoyen, 2001).

b_{1.5}. Le marché du travail

Dans le cadre des mécanismes de contrôle, le marché de travail est considéré comme un instrument de discipline exercé sur les dirigeants. En effet, les dirigeants peu performants aux yeux des actionnaires peuvent avoir des successeurs provenant soit du marché du travail interne (c'est-à-dire de l'intérieur de la firme qu'ils dirigent) soit du marché du travail externe (c'est-à-dire de l'extérieur de la firme qu'ils dirigent).

b_{1.6}. Le marché des biens et services

Le marché des biens et services, ou encore la concurrence des firmes, est considéré également comme un instrument disciplinaire pour les dirigeants dans la mesure où la

²⁸ D'après Caby et Hirigoyen (2001)

²⁹ Ceci suppose que les dirigeants ont une composante variable dans leur rémunération qui est indexée sur la rentabilité de la firme.

concurrence contraigne les firmes et par conséquent les dirigeants à se livrer « bataille » afin de préserver leurs parts de marchés respectives.

Pour bien garantir l'efficacité du système de la gouvernance des entreprises, il est intéressant de compléter ces différents mécanismes de contrôle déjà cités par la mise en place d'incitations financières.

b2. Les incitations financières³⁰

Si l'on considère que les incitations forment le véritable élément catalyseur pour la création de valeur et si l'on admet par ailleurs que le dirigeant est un agent cherchant à maximiser son utilité, alors on peut *a priori* considérer que la rémunération variable est plus intéressante tant pour la firme que pour ses managers. En effet, ces derniers tendent à augmenter davantage leur richesse, alors qu'au même moment la firme réalisera les meilleures performances au regard des actionnaires. Dans cette perspective, on peut s'interroger sur la nécessité d'un salaire fixe accordé aux managers.

b2.1 La rémunération fixe : une réponse à l'aversion au risque

Comme on l'a déjà souligné dans le cadre de la relation principal/agent, l'actionnaire (le principal) est neutre au risque alors que le dirigeant est quant à lui aversé au risque. Les *managers* ne peuvent nullement accepter que leurs revenus soient totalement aléatoires. La partie fixe de leur rémunération leur apporte alors une certaine protection, étant donné le caractère instable et mouvant de l'environnement des entreprises qu'ils dirigent. Selon Hart (1995), la partie fixe de la rémunération permet une répartition optimale du risque entre le principal et l'agent. Quant à O'Byrne (1995), plaide en faveur de cette composante de rémunération en stipulant qu'elle permet le maintien du manager au sein de l'organisation pendant les périodes de difficultés.

Face à l'incertitude qu'entraîne une rémunération variable, une composante fixe de rémunération s'avère donc très intéressante dans la mesure où elle neutralise cette incertitude encourue par les *managers*. Néanmoins, la nécessité d'une composante de rémunération variable

³⁰ ou incitation par la politique de rémunération

à côté de la composante fixe semble évidente pour stimuler les efforts et l'ingéniosité des managers.

b_{2.2} La rémunération variable : un vecteur d'incitation

Cette composante variable relève des incitations financières puisqu'elle consiste à rendre une certaine proportion de la rémunération de l'agent contingente aux critères de performance de l'entreprise. À ce propos, Larcker (1983) précise que les schémas d'incitation qui subordonnent une partie de la rémunération à la performance de la firme freinent l'aversion « naturelle » au risque des managers ainsi que leur tendance à rejeter les projets présentant une forte variance. En effet, selon cette approche les agents se trouvent motivés par une augmentation de leur richesse personnelle.

Quant aux modes de la mise en place de ces incitations, Jensen et Murphy (1990) stipulent qu'« *il y a de nombreux mécanismes par lesquels la politique de rémunération (des dirigeants) peut procurer des incitations à la création de valeur pour les actionnaires, tels que des bonus et des révisions de salaire indexés sur la performance, des stock-options, et des décisions de licenciement reposant sur la performance* »³¹. En outre, Caby et Hirigoyen (2001) retiennent dans ce cadre la détention d'actions par les dirigeants : la participation du *manager* au capital de l'entreprise touche certes à sa richesse personnelle et peut être considérée ainsi comme un moyen pour l'inciter à servir l'intérêt des principaux³². Toutefois, cette forme d'incitation peut selon certains auteurs favoriser l'enracinement des dirigeants (Fama, 1980 ; Jensen et Fama, 1983). En outre, Jensen et Meckling (1976) avance que la détention d'une proportion faible du capital de l'entreprise par le manager l'incite à accroître les avantages en nature ; et si cette participation augmente de plus en plus à travers le temps, elle peut conduire à une aversion au risque des managers (Amihud et Lev, 1981). Tenant compte de ces effets néfastes, certains auteurs notamment Desbrières (1991) et Charletty (1994) mettent l'accent sur les options pour inciter les managers à augmenter la valeur de la firme et les associer aux gains réalisés sur les prix des actions. En effet, la distribution d'options sur actions aux managers permet de résoudre

³¹ Cité par Caby et Hirigoyen (2001).

³² Ceci suppose la thèse de la convergence des intérêts déjà mentionnée au niveau de la propriété managériale dans le cadre des mécanismes de contrôle.

simultanément le problème de l'effort à fournir³³ ainsi que celui de l'horizon temporel³⁴. Les managers titulaires d'options ont intérêt à accroître la valeur de la firme en bourse. En augmentant la valeur actionnariale, ils accroissent directement leur richesse à travers la hausse du prix d'exercice de leurs options.

Après avoir présenté la gouvernance d'entreprise dans son approche traditionnelle et financière et vu qu'en termes d'efficience, l'enjeu central des mécanismes de la gouvernance consiste en leur impact sur la création de valeur, (Charreaux, 2000 ; Faleye et al., 2006), nous envisageons à ce niveau un troisième volet traitant de la création de valeur actionnariale.

III- La création de valeur actionnariale: mesures et déterminants

Le développement du concept de la gestion par la valeur (Value-Based Management) a fait naître un ensemble d'approches, rendues populaires par les consultants en management, pour mesurer la création de valeur, raison d'être de toute entreprise économique. Dans ce qui suit, on va s'intéresser à la mesure de la valeur créée pour les actionnaires ainsi qu'à ses déterminants.

1- La mesure de la création de valeur

Le cabinet Price Waterhouse part du principe qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires lorsque la rentabilité des capitaux investis dépasse leur coût. La valeur actionnariale correspond alors à la valeur économique d'une entreprise après déduction de ses dettes. Elle correspond à la valeur nette des *cash flows* futurs de l'entreprise actualisés au coût moyen pondéré du capital. Malgré cette apparente simplicité, les méthodes comptables traditionnelles peuvent s'avérer insuffisantes ou inappropriées pour mesurer la création de valeur.

A- Insuffisance des méthodes comptables traditionnelles

La principale difficulté réside dans le fait que les normes comptables utilisées diffèrent d'un pays à l'autre. De plus, la variation des régimes fiscaux ne fait qu'intensifier cette hétérogénéité

³³ dans la mesure où l'effort fourni par les managers est un facteur endogène qui est par conséquent difficile à évaluer par les externes.

³⁴ Pour plus de détail sur ce point, se référer à (b_{1,2}) de la présente section.

comptable. Dans ces conditions, comparer la performance d'entreprises soumises à des régimes comptables et fiscaux différents, bien qu'elles soient de même secteur et de tailles similaires, manque certainement de précision et de rigueur. De ce fait, le recours à un indicateur tel que le bénéfice net par action peut être fortement contestable.

Aussi, la méthode de calcul du résultat comptable semble inappropriée pour la mesure de la création de valeur. Comme le résultat comptable ne considère que le coût de la dette comme rémunération du capital ; la rémunération des fonds propres est de ce fait ignorée. En effet, le coût réel du capital est un coût global qui tient compte, outre les dettes, de la composante « fonds propres ». Son calcul exige la détermination d'un coût moyen pondéré du capital (C.M.P.C) : c'est une moyenne pondérée par les proportions de dettes et de fonds propres apportés pour le financement total de la firme. Ce coût moyen pondéré du capital représente le rendement minimum que la firme doit atteindre pour qu'elle puisse obtenir le capital financier demandé.

Le coût moyen pondéré du capital est donc, « *le taux étalon correspondant par rapport auquel la performance doit être mesurée* » (Black et al., 1997). Plus fondamentalement, une création de valeur veut que chaque entreprise doive atteindre des rendements supérieurs à son C.M.P.C.

Vu les insuffisances et autres imperfections des mesures comptables traditionnelles, d'autres approches de mesure de la création de valeur sont apparues. Il s'agit essentiellement des critères de l'EVA³⁵ et de la MVA³⁶ qui privilégient les flux de *cash flows*.

B- La MVA et l'EVA : une réponse aux insuffisances des méthodes comptables

La *Market Value Added* (MVA) et l'*Economic Value Added* (EVA®) sont parmi les méthodes les plus citées dans la presse financière au cours des dernières années. Ces deux expressions sont des marques déposées par le cabinet de conseil américain Stern et Stewart.

b₁. La Market Value Added (MVA)

L'indicateur MVA (*Market Value Added*) est un instrument de mesure de la valeur pour les actionnaires. Il concerne les entreprises cotées sur les marchés financiers. Il correspond à la

³⁵ Economic Value Added

³⁶ Market Value Added

différence entre la capitalisation boursière³⁷ et les capitaux propres³⁸. Un écart positif représente un surplus de valeur boursière qui bénéficie aux actionnaires, détenteurs de titres. Par définition, ce critère intègre les anticipations des investisseurs, mais, corrélativement, il subit les fluctuations du marché. Sa valeur ne présente donc pas le caractère de stabilité souvent requis pour la prise de décision. Ce critère reflète donc d'une part la richesse des actionnaires, d'autre part, il fournit l'estimation par le marché de la valeur actuelle nette d'un investissement et par prolongement de la valeur de la firme. De ce point de vue, la MVA constitue un indicateur avancé de la performance de l'entreprise. Toutefois, elle ne constitue pas l'ultime mesure de la performance d'une firme. Le cabinet Stern Stewart propose une autre mesure de la création de valeur : l'EVA® un moyen de maximiser la MVA.

b₂. L'Economic Value Added (EVA®)

Au coeur du modèle d'évaluation de Stern et Stewart se trouve la notion de profit économique, définie depuis 1890 comme le bénéfice qui reste disponible pour les actionnaires après déduction de la rémunération du capital investi (Marshall A.). En effet, l'EVA (*economic value added*) ou valeur ajoutée économique est une approche qui vise à mesurer la valeur ajoutée effective créée par une entreprise au cours d'un exercice. Sa formulation est la suivante : $EVA = \text{Capital total} \cdot (\text{Rendement du capital total} - \text{CMPC})$

La première remarque qu'on relève de cette formule est relative au coût du capital. Le coût considéré dans la détermination de l'EVA est le coût moyen pondéré du capital, ce qui suppose la prise en compte du coût³⁹ des fonds propres. En effet, l'un des apports essentiels de l'EVA est de mettre en exergue le fait que le capital a un coût, même s'il n'est pas comptabilisé à la différence du coût de la dette (intérêts).

Aussi et selon cette formulation, une entreprise crée de la valeur à ses actionnaires si elle réalise une rentabilité sur les capitaux investis supérieure à leur coût. Donc outre une évaluation précise de la performance des entreprises, l'EVA permet de sensibiliser les dirigeants au coût du capital investi. En effet, selon Mottis et al. (2009), « *L'EVA se présente (...) comme un outil*

³⁷ c'est-à-dire la valeur totale de la firme.

³⁸ c'est-à-dire le capital total de la firme qui englobe l'ensemble des financements utilisés.

³⁹ Le coût d'opportunité

emblématique qui selon ses promoteurs aurait vocation à aligner les incitations des managers sur la création de valeur pour les actionnaires ».

L'EVA tout comme la MVA ou d'autres modèles de la valeur actionnariale, est basée sur les flux de trésorerie futurs. Ces modèles constituent de ce fait une généralisation des modèles de valeur actualisée nette (VAN) dont ils se distinguent néanmoins sur quelques aspects. Alors que les modèles de valeur actualisée nette (VAN) souffrent d'un manque de clarté par rapport au choix du taux d'actualisation, ces nouveaux modèles de la valeur actionnariale privilégient une approche qui associe les analyses *ex post* et *ex ante* du marché. De surcroît, au lieu d'observer une situation sur plusieurs années, ces modèles sont conçus pour une analyse fine de la situation de la firme année après année. Chaque année, une marge entre la rentabilité économique que réalise une entreprise et le coût de capitaux investis est calculée. La somme de ces marges est équivalente aux valeurs actuelles nettes positives des modèles multi périodiques tels le modèle *free cash flows*⁴⁰ de la trésorerie disponible.

Finalement, on doit préciser que la gestion par la valeur ne se limite pas à la mesure d'indicateurs comme l'EVA ou la MVA. Elle consiste en une démarche de pilotage de l'entreprise qui identifie les indicateurs clés de la création de valeur dont le choix est une question centrale qui s'appuie sur une analyse des déterminants de la valeur (*value drivers*). Dans ce qui suit, nous nous proposons d'examiner les déterminants de la création de valeur selon l'approche du *Balanced Scorecard* développée par Kaplan et Norton (1992).

2- Les déterminants de la création de valeur

Le principe du *Balanced Scorecard*⁴¹ consiste à offrir un nouveau cadre pour décrire les stratégies de création de valeur qui lient les actifs tangibles et intangibles. Comme son nom l'indique, le *Balanced Scorecard*, est un système de mesure intégré, équilibré et complet combinant :

⁴⁰ C'est le modèle des *Free Cash flows* de Rappaport (1986) selon lequel la valeur de la firme est égale à la somme actualisée des flux de fonds allant aux actionnaires et créanciers financiers, c'est-à-dire les cash flows d'exploitation diminués des investissements de la période nécessaire à l'exploitation. (Albouy, 1999)

⁴¹ Tableau de bord équilibré ou prospectif

- le court terme et le long terme,
- les mesures de la performance financière et non financière, et
- les indicateurs de la performance actuelle (*Lagging*) et les moteurs de la performance future (*Leading*).

Selon Kaplan et Norton (1992), « *les entreprises sont aujourd'hui au cœur d'un processus de transformation radicale (...). Les systèmes traditionnels nuisent à la capacité des entreprises à créer une valeur à long terme. En effet, la place prépondérante des résultats financiers à court terme incite le plus souvent les entreprises à surinvestir dans les résultats immédiats et sous investir dans la création de la valeur à long terme, notamment dans les actifs intangibles et intellectuels, ceux qui nourrissent la croissance future* ».

Ces deux auteurs définissent les leviers de la création de valeur et les répartissent selon quatre axes :

A- L'axe financier

Il regroupe des indicateurs traditionnels de performance reflétant les résultats d'actions déjà prises. Ils indiquent autrement, si la stratégie de la firme, son application et son exécution contribuent à l'amélioration des résultats.

B- L'axe client

Il permet de définir une stratégie à l'égard du client et de construire des indicateurs mettant en évidence l'évolution de l'activité de l'entreprise sur les segments du marché sur lesquels elle veut se positionner. Les indicateurs clés de cette perspective se résument selon Kaplan et Norton en la conquête des marchés, la satisfaction des clients, la rétention des clients et la rentabilité par client.

Cet axe est au cœur de la performance de l'entreprise. Un bon produit et/ou service à moindre coût signifie plus de satisfaction pour les clients, et donc plus de ventes. Cet accroissement du chiffre d'affaires permet à l'entreprise de créer plus de valeur et de garantir une probabilité de survie plus importante.

C- L'axe processus internes

Selon Kaplan et Norton, cet axe constitue la philosophie même du *Balanced Scorecard*. Les processus internes sont analysés afin d'en tirer les indicateurs pertinents qui auront la plus forte incidence sur la satisfaction des clients et la création de la valeur pour les actionnaires⁴².

Pour créer plus de valeur pour ses actionnaires, l'entreprise doit être plus productive en assurant une gestion plus efficiente de ses actifs. Elle doit réaliser plus de chiffre d'affaires avec moins d'actifs économiques (fonds de roulement + immobilisation) autrement dit, plus de rotation de son actif. Elle doit aussi bien gérer son stock en termes d'unité ou de coûts offrant ainsi au client un service/produit à moindre coût, ce qui permet une meilleure création de valeur.

D- L'axe innovation et apprentissage organisationnel

Kaplan et Norton positionnent cet axe comme étant celui qui contient les moyens et les facteurs permettant l'amélioration des critères des trois autres axes. Il doit refléter aussi bien la motivation et la compétence des employés que la qualité des procédures et du système d'informations.

Pour pouvoir survivre dans un environnement de plus en plus concurrentiel, une entreprise doit être flexible. On entend par flexibilité « *la capacité d'une entreprise à réagir, avec des nouveaux produits et des nouvelles technologies, plus rapidement aux changements de l'environnement* »⁴³. Cela suppose un investissement continu dans l'innovation technique du produit ou du processus de production et un investissement soutenu en recherche et développement (R&D). En effet, la stratégie d'innovation conditionne le développement et la pérennité de toute entreprise.

Toutefois, pour réussir une activité innovatrice, l'entreprise a besoin d'un personnel qualifié et flexible (apte à apprendre). Ainsi, c'est par l'interaction entre innovation et compétences clés, à travers un processus d'apprentissage organisationnel, que l'entreprise arrive à créer de la valeur.

⁴² "What processes generate the right forms of value for customers and lead to the fulfilment of shareholder expectations as well ? the answers should emerge from this perspective", Kaplan et Norton (1992).

⁴³ Lundvall et Kristensen, "Organisational change, innovation and human resource development as a response to increased competition", DRUID Working paper n° 97-16, december 1997.

Alfred Chandler définit l'entreprise comme « *une entité d'apprentissage et d'innovation qui cherche à acquérir un avantage concurrentiel en accaparant des compétences supérieures à la concurrence* »⁴⁴.

Cela suppose que l'entreprise ne se limite pas à l'acquisition des compétences mais elle essaie aussi de les développer au sein de l'entreprise. Nelson (1991) soutient cette idée en considérant l'entreprise comme une entité hétérogène qui développe cette hétérogénéité d'une façon interne.

Le secret de la réussite d'une entreprise réside alors dans sa capacité à favoriser des processus qui permettent l'interaction entre les différents savoirs individuels en vue de générer des savoirs collectifs (supérieurs à la somme de tous les savoirs individuels) que Nelson et Winter (1982) appellent « *Routines* » ou « *les compétences d'une organisation* ».

Pour pouvoir développer ses compétences propres et difficilement imitables par les concurrents, une entreprise doit mettre en place une infrastructure interne qui permet d'une part, une rapidité dans la transmission de l'information et dans le processus de prise de décision, et d'autre part une meilleure transparence au sein de l'entreprise facilitant plus la communication, l'intégration horizontale et verticale et la compréhension de la réalité de l'entreprise. Donc, une bonne gestion de ces différentes composantes du capital humain est devenue nécessaire pour atteindre les objectifs financiers ambitieux qui caractérisent l'environnement concurrentiel actuel.

Cependant, et à la différence des actifs tangibles, les entreprises ne disposent pas d'une maîtrise parfaite des connaissances, composante essentielle du capital humain que Foss (1996) la place au cœur de l'avantage concurrentiel. En effet, dans une économie de libre échange qui suppose une mobilité absolue des ressources, les entreprises se trouvent confrontées à un vrai problème, à savoir la rotation des employés.

Pour y remédier, Kato (2000) propose un programme de participation des employés au capital de l'entreprise qui ne leur profite qu'à long terme. L'auteur indique que ce type de stratégie permet, outre la rétention des employés qualifiés, d'aligner les intérêts des employés à ceux de l'entreprise et donc à ceux des actionnaires en évitant le problème de *Free-rider*. Il

⁴⁴ Cité par N. Foss, "Capabilities and the theory of the firm", DRUID Working Paper N° 96-8, juin 1996.

propose en outre l'expérience japonaise en matière de gestion coopérative et de la participation des employés aux processus de prise de décision. Selon lui, le partage de l'information entre « direction » et « employé » permet une meilleure compréhension de la réalité de l'entreprise, de ses objectifs et de sa stratégie. Cela favorise plus d'engagement de la part de l'employé et donc une meilleure création de valeur pour les actionnaires.

Il est à noter finalement qu'une meilleure création de valeur doit prendre en compte chacun de ces différents axes dans le processus de la création de richesse actionnariale. Autrement, la négligence de l'un de ces axes peut paralyser l'effet global des autres.

Conclusion de la section

Cette première section a été consacrée à la présentation de la gouvernance d'entreprise dans le cadre de la philosophie du capitalisme actionnarial qui considère les actionnaires, détenteurs des titres, les seuls propriétaires de l'entreprise. Dans un premier temps, on a présenté la théorie de l'agence vu qu'elle constitue la raison d'être et le soubassement théorique de la gouvernance des entreprises. Par la suite et dans un deuxième volet, on a essayé d'examiner les principes ainsi que les différents mécanismes du *corporate governance* dans son approche financière et traditionnelle. Pour finir, et vu qu'en termes d'efficience l'enjeu central des mécanismes de gouvernance consiste en leur impact sur la création de valeur, (Charreaux, 2000 ; Faleye et al., 2006), nous avons envisagé un troisième volet traitant de la création de valeur dans une optique financière.

Cependant, la littérature en sciences de gestion de ces deux dernières décennies fait état de l'évolution de la notion de performance d'entreprise en passant d'une conception strictement financière, focalisée sur la satisfaction des actionnaires, à une conception plus large englobant les intérêts de l'ensemble des partenaires de la firme (salariés, clients, fournisseurs, etc.). Cette nouvelle vision de la performance va de pair avec l'évolution des modèles en matière de gouvernement des entreprises, puisque le modèle partenariale préconise la maximisation de la valeur partenariale : l'analyse est donc étendue aux différents partenaires de l'entreprise et ne se limite plus à l'actionnaire, comme c'est le cas dans le modèle financier objet de pas mal de limites et critiques.

Au niveau de la seconde section, nous nous proposons d'abord d'identifier les limites de l'approche traditionnelle fondée sur le capitalisme actionnarial et d'examiner, par la suite, les solutions alternatives.

SECTION II : La gouvernance d'entreprise et la philosophie du *Stakeholder Capitalism* : une vision pluraliste de la firme

Dans l'approche financière de la gouvernance des entreprises, l'accent est mis exclusivement sur la protection des intérêts des actionnaires. Le but recherché au sein de la firme est d'orienter l'action des dirigeants dans le sens de la maximisation de la valeur actionnariale. Les autres *stakeholders* ne sont, dans ce cadre, que de simples agents ou acteurs qui interviennent dans la réalisation de l'objet de la firme. Pourtant ces derniers sont, à des degrés différents, exposés au risque, tout comme les actionnaires. Cette approche est de ce fait largement contestée par les auteurs⁴⁵ appartenant au courant qu'on peut qualifier de *stakeholder capitalism*, et est considérée par conséquent comme trop restrictive⁴⁶.

Freeman (1984) définit le *stakeholder* comme étant « *tout groupe ou individu qui peut affecter, ou qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation* ». Cette définition, la plus généralement retenue, montre que ne peuvent se priver du statut de *stakeholder* que les individus ou groupes dont l'activité n'affecte pas la firme, et dans le sens inverse, ceux qui ne subissent aucune conséquence engendrée par l'activité de celle-ci. À cette définition large, d'autres apparaissent encore moins précises. Ainsi, Alkhafaji (1989) définit les *stakeholders* comme « *des groupes envers lesquels l'entreprise est responsable* » ; alors que Thompson, Wartick et Smith considèrent comme *stakeholders*, les groupes « *qui sont en rapport avec une organisation* »⁴⁷.

Apportant plus de précision, Kesinger et Martin (1992) estiment qu'un « *stakeholder est tout membre de la firme non actionnaire dont le bien est lié à l'entreprise, tels que le créancier, l'employé, le client, le fournisseur, ou tout autre membre de la communauté au sein de laquelle se trouve l'entreprise* ».

⁴⁵ dont notamment Freeman, Clarkson, Garvey, Swan, Kesinger, Martin, Charreaux, Desbrières, Hirigoyen et autres.

⁴⁶ Selon Denglos (2007) « (...) il n'est pas correct d'opposer la valeur partenariale à la valeur actionnariale. (...) il apparaît que le principe de maximisation de la valeur actionnariale ne mérite pas la critique radicale dont il a été l'objet au cours de ces dernières années ».

⁴⁷ Cité par Thompson et al. (1991)

De sa part et en introduisant la notion du risque⁴⁸, Clarkson (1995) restreint le nombre d'acteurs pouvant se prévaloir du statut de *stakeholder* et en distingue deux catégories. Il stipule que « *les stakeholders volontaires supportent une certaine forme de risque qui est le résultat de leur investissement sous forme d'un capital, financier ou humain d'une certaine valeur dans la firme. Les stakeholders involontaires sont placés dans une position risquée du fait des activités de la firme. Mais sans l'élément risque, il n'y a pas d'enjeu* ». Cette définition de Clarkson montre clairement que les actionnaires ne sont pas les seuls acteurs de la firme à encourir le risque. Une stratégie exclusivement basée sur la maximisation de la richesse des actionnaires semble dès lors contestable.

La critique du modèle de la *shareholder value* (ou le modèle principal/agent) conduit les partisans du *stakeholder capitalism* à redéfinir les objectifs de la firme, donnant ainsi naissance à l'« approche partenariale » selon laquelle la gouvernance d'entreprise consiste à défendre les intérêts de la firme en tant qu'entité non réductible aux seuls actionnaires. Dans la logique de cette approche, l'intérêt des actionnaires ne doit pas être défendu au point d'occulter les intérêts des autres partenaires de l'entreprise (Stout, 2007). Hirigoyen (1997) propose ainsi de passer d'une « gouvernance d'agence » à une « gouvernance de partenariat » qui devrait conduire à la recherche d'un nouvel équilibre entre investisseurs financiers et acteurs industriels.⁴⁹

Dans ce qui suit, on va présenter la critique adressée au modèle de la *shareholder value* pour voir par la suite les solutions alternatives préconisées par les approches dérivées de la *stakeholder theory*.

⁴⁸ À cet égard, Caby et Hirigoyen (2001) mentionnent que ce risque est bien lié à l'incomplétude des contrats de la firme avec les stakeholders car elle introduit un risque *ex post* pour ceux-ci dans la mesure où ils risquent d'être dépossédés de la rente générée par leur activité.

⁴⁹ Cité par Caby et Hirigoyen (2001)

I- La critique du modèle de la *shareholder value*

1- Les limites des critères de la valeur actionnariale créée

Même en se plaçant dans le modèle de la valeur actionnariale, les critères de type EVA ne sont pas exempts de failles. Albouy (1999) leur adresse deux critiques essentielles : la première est relative aux difficultés de la mesure, alors que la seconde concerne le risque du court-termisme.

A- Les difficultés de la mesure

Le calcul de l'EVA nécessite de multiples retraitements comptables⁵⁰ pour aboutir d'une part, au résultat net opérationnel et d'autre part, au montant des capitaux investis. Il faut ensuite connaître le coût moyen pondéré du capital de la firme. La mesure de ce coût, malgré les progrès de la recherche en finance d'entreprise, manque encore de rigueur. Ceci revient certes à la difficulté d'évaluer précisément le coût d'opportunité des fonds propres.

B- Le risque du court-termisme

Le critère de l'EVA n'est qu'un indicateur de performance annuel. Un EVA élevé pour une année ne garantit guère une création de valeur à long terme. Il est possible que cet EVA élevé provienne d'une politique de sous-investissement, notamment en recherche et développement, ou encore du recours au *downsizing*, c'est-à-dire d'une restructuration induisant d'importantes réductions d'effectifs, ce qui va paralyser certes la création de valeur à long terme et mettre en jeu même la survie de l'entreprise. De manière inverse, un EVA faible sur un exercice donné peut être le résultat d'une politique d'investissement engagée à long terme, prometteuse d'une création de valeur importante dans le futur.

Le risque de court-termisme de la part des dirigeants n'est donc pas écarté avec un tel indicateur (Albouy, 1999), mais se trouve plutôt renforcé par le fait que les critères de type EVA occultent les processus organisationnels. Ils sont centrés directement ou indirectement sur les informations comptables et financières produites par les marchés et les systèmes d'informations

⁵⁰ Plus de 250 ajustements comptables sont nécessaires dans le cadre du calcul de l'EVA.

comptables. Ils n'apportent pas un éclairage satisfaisant sur la qualité de la gestion et du fonctionnement de l'entreprise parce que seuls les coûts visibles sont pris en compte. Les coûts cachés résultant des dysfonctionnements ne sont pas pris en considération. Cela peut s'expliquer par la prédominance encore très forte de la recherche de la seule performance financière.

Au-delà de ces aspects techniques, la critique la plus importante du modèle de la valeur actionnariale porte sur l'hypothèse fondamentale, à savoir l'objectif assigné à la firme de maximiser ses fonds propres.

2- Les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels

Comme on l'a déjà évoqué au niveau de la première section, la problématique du créancier résiduel émane essentiellement de l'incomplétude des contrats⁵¹. Cette incomplétude est certes prise en considération par la théorie de l'agence proposée par Jensen et Meckling (1976). En effet, cette théorie met en place des mécanismes susceptibles de contrarier l'opportunisme des managers, c'est-à-dire leur capacité à s'approprier *ex post* une partie de la valeur créée aux dépens des actionnaires. Néanmoins et selon Caby et Hirigoyen (2001), cette théorie ne tire pas les mêmes conclusions pour les autres contrats et fait des actionnaires les seuls créanciers résiduels, quoique l'entreprise soit considérée comme un nœud de contrats.

De ce fait, des auteurs de plus en plus nombreux contestent cette conception **unilatérale** de la relation d'agence et expriment le souhait d'un équilibre entre l'intérêt des différentes parties prenantes de la firme - c'est-à-dire de tous ceux qui encourent un risque par rapport aux produits de ses activités, de manière primaire (salariés, créanciers, clients, fournisseurs, gouvernement) ou secondaire (les groupes de pression et les médias) (Clarkson, 1995)- et celui des apporteurs du capital financier, de manière que la valeur soit appréciée plus largement à travers une vision **pluraliste** de la firme.

⁵¹ Si on suppose qu'une entreprise opère dans un environnement caractérisé par la complétude des contrats, le partage de la rente ou de la valeur créée dans tous les états futurs de la nature sera clairement spécifié et il ne pourrait y avoir ni de bénéfices résiduels ni de créanciers résiduels.

Dans cet esprit, et en s'appuyant sur les impératifs de l'organisation interne des firmes impliquant les salariés et les créanciers, Garvey et Swan (1994) récusent le fait que le statut de créancier résiduel soit un attribut exclusif de l'actionnaire. Ils affirment ainsi que « *la gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires, en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération. (...) En effet, c'est seulement lorsque les contrats sont incomplets que les problèmes de gouvernance deviennent intéressants mais, en conséquence, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* »⁵².

Traditionnellement, l'attribut de créancier résiduel de l'actionnaire est justifié par le fait que celui-ci n'est rémunéré qu'en dernier ressort. Or un salarié, dirigeant ou non, qui développe des compétences spécifiques⁵³ à la firme encourt également un risque résiduel. Celui-ci est d'autant plus élevé que les salariés n'ont pas diversifié leur capital humain. Blair (1997) présente de manière précise ce risque et en distingue deux types :

- le risque que la rente et les quasi-rentes générées par le capital humain spécifique soient expropriées *ex post* par les autres partenaires, principalement les dirigeants et les actionnaires ; et
- le risque que sa valeur actuelle fluctue à l'avenir, soit parce que les compétences spécifiques ne seraient plus utiles à la firme, soit du fait que la firme elle-même ne générerait plus autant de rentes.

Avec de tel risque, le développement en capital humain, reconnu comme le vecteur essentiel de l'innovation et de la création de valeur peut être compromis. En effet, si d'une manière ou d'une autre, ce risque n'est pas atténué ou du moins rémunéré, l'incitation à développer le capital humain spécifique disparaît, ce qui est nuisible à l'ensemble des *stakeholders*. Dans l'impossibilité de supprimer ce risque, seule sa rémunération semble concevable⁵⁴. La rémunération du risque conduit à considérer les salariés qui s'investissent dans un savoir-faire et des compétences spécifiques comme des créanciers résiduels, à l'instar des actionnaires.

⁵² Cité par Caby et Hirigoyen (2001)

⁵³ Topel (1991) estime qu'environ 10 à 15% de la rémunération totale des employés des grandes entreprises rétribue des compétences spécifiques plutôt que des compétences génériques. (Caby et Hirigoyen, 2001)

⁵⁴ Blair (1997) propose de rémunérer le risque via l'actionnariat salarié.

Cette extension du statut de créancier résiduel doit se traduire certes par une redéfinition de l'objectif de la firme.

3- Vers une redéfinition de l'objectif de la firme

La reconnaissance du rôle important des différents partenaires, et en particulier des salariés, amène certes à une remise en cause de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale au profit d'une conception partenariale soutenue par de nombreux auteurs appelant à assurer un équilibre entre les *stakeholders* ; l'arbitrage revient toutefois au dirigeant. La performance ne doit plus donc s'apprécier au regard des seuls intérêts des actionnaires mais au regard de ceux de l'ensemble des *stakeholders*.

Dans cet esprit, Hill et Jones (1992) avancent une théorie de l'agence élargie (ou généralisée) où tous les partenaires sont explicitement pris en compte et que le dirigeant doit prendre des décisions conformes à leurs intérêts. Tandis que Laffont et Martimort (1997) considèrent la firme comme étant un ensemble de contrats multilatéraux entre chaque *stakeholder* (ou principal) et le dirigeant (ou agent commun).

Dans ce cadre, la relation d'agence entre salariés (les principaux ou mandants) et dirigeants (agents ou mandataires) peut être expliquée par le fait que les premiers se voient louer leur capital humain spécifique qui est de nature risquée (Blair 1997) aux dirigeants, et perçoivent en contrepartie une quasi-rente (Rottenberg, 1962).

L'extension du statut du créancier résiduel à d'autres *stakeholders* ne constitue pas le seul motif de la contestation de l'objectif unique de maximisation des fonds propres. Une autre critique concerne le bien fondé même de cet objectif. En effet, attribuer un but précis à une organisation revient à considérer celle-ci comme une unité homogène poursuivant ses propres objectifs (P Milgrom, J Roberts, 1992), alors qu'une firme est considérée comme un nœud de contrats qui lient des individus et des groupes poursuivant des objectifs divergents, voire contradictoires.

II- Identification des *stakeholders*

1- Les attributs des *stakeholders* : entre légitimité et pouvoir

Nombreux théoriciens et auteurs⁵⁵ ont essayé d'apporter des fondements et justifications à l'inclusion ou à l'exclusion des parties prenantes ainsi qu'à la priorité que la firme doit donner à chacune d'entre-elles⁵⁶. Les attributs que portent ces dernières sont à la base de tout fondement à cet égard.

En nous basant sur la définition avancée par Freeman (1984), nous relevons deux attributs essentiels qui permettent l'identification des *stakeholders*, à savoir « la légitimité » et « le pouvoir ».

A- La légitimité

Suchman (1995) définit la légitimité « *comme une perception généralisée ou une supposition selon laquelle les actions d'une entité sont désirables, propres ou appropriées et ce, à l'intérieur d'un système social de normes, de valeurs, de croyances et de définitions* ». Wood (1991) relève de cette définition que la légitimité parvient au sein d'un système social à multiples niveaux d'analyse : individuel, organisationnel et social. Ceci suppose qu'à des niveaux variables de l'organisation sociale, ou pour des systèmes différents de normes et de valeurs, la légitimité peut être envisagée différemment. Ainsi, un actionnaire minoritaire ne peut se prévaloir de la même légitimité accordée à un actionnaire majoritaire. Pareillement, cette légitimité diffère selon qu'il soit un actionnaire d'une firme américaine ou japonaise. Ceci revient certes aux différences culturelles ainsi qu'à des systèmes différents de normes et de valeurs qui font que l'actionnaire n'a pas le même statut au sein des deux firmes.

Dès lors, nous pouvons remarquer que la légitimité n'est pas associée uniquement à la détention des moyens de production. Dans les rapports avec la firme, les fondements de cette légitimité sont beaucoup plus nombreux. Dans ce cadre, Evan et Freeman (1990) considèrent les

⁵⁵ Notamment Evan et Freeman (1990), Langtry (1984), Pfeffer (1981), Clarkson (1995), Mitchell, Agle et Wood (1997) et autres.

⁵⁶ « *En pratique, les parties prenantes ne peuvent pas être sur un même pied d'égalité, et l'idée selon laquelle aucune partie prenante ne doit être a priori privilégiée est apparemment utopique (Dietrich et Cazal, 2005)* ». Cité par Hoffman et Saulquin (2009).

acteurs qui ont un enjeu dans la firme ou un droit sur-elle comme disposant d'une certaine légitimité. De son côté, Langtry (1994) attribue une légitimité à ceux dont le bien-être dépend significativement de la firme, ou qui détiennent un droit légal ou moral sur la firme.

À la lumière de ces travaux, nous pouvons affirmer que la légitimité n'est pas un attribut exclusif des actionnaires. Tous les *stakeholders* ont un droit légitime quelle que soit la nature de leur investissement ou apport. Cette assertion trouve même en partie son fondement dans les arguments des adeptes d'une vision restrictive des *stakeholders*. En effet, Clarkson (1995) qui limite le statut de *stakeholder* aux seuls acteurs qui encourent un risque au sein de la firme, ne manque pas d'inclure l'investissement en capital humain, à côté de l'investissement financier. Ainsi, les salariés ont des droits qu'on peut juger comme d'autant plus légitimes qu'ils développent des compétences spécifiques à la firme. Également, les fournisseurs, les clients, les sous-traitants et parfois le gouvernement ont dans certaines circonstances, des droits légitimes sur la firme du fait de l'importance et de la nature des investissements qu'ils ont pu accorder.

Tout en ayant une vision moins restrictive, Mitchell, Agle et Wood (1997) préconisent que l'attention du manager doit être élargie pour prendre en considération d'autres catégories de *stakeholders* qui se trouvent affectés par la réalisation de l'objet de la compagnie, quoiqu'ils ne soient pas en lien direct avec-elle. À cet égard, les auteurs citent titre d'illustration, les communautés qui peuvent être victimes de la pollution émise par une entreprise donnée.

Exprimant notre avis à ce propos, nous limitons cette légitimité aux *stakeholders* internes, à savoir les actionnaires, les managers et les salariés qui sont liés par contrat à la firme. Cette limitation nous paraît plus réaliste car la firme a plus d'intérêt à répondre aux exigences des acteurs internes impliqués quotidiennement dans la réalisation de son objectif. De surcroît, l'attribution de droits légitimes à des partenaires externes peut stimuler d'autres besoins et d'autres revendications, ce qui est de nature à intensifier les conflits d'intérêts déjà existants.

Finalement, il y a lieu de noter que cette légitimité accordée aux *stakeholders* ne peut, à elle seule, faire valoir convenablement leurs droits. Un second attribut énoncé par la littérature vient alors compléter le premier ; il s'agit bien du pouvoir.

B- Le pouvoir

D'abord, et en nous référant à la définition du *stakeholder* avancée par Freeman (1984)⁵⁷, nous relevons que la notion du pouvoir a été signalée de manière implicite comme la possibilité d'affecter la réalisation des objectifs de la firme.

Par ailleurs, de nombreux auteurs ont essayé de placer le pouvoir au sein de l'organisation. Dans ce cadre, on peut citer Savage (1991)⁵⁸ qui définit les acteurs comme étant ceux qui « *ont un intérêt dans les actions d'une organisation et la capacité de l'influencer* ». Starik (1994) met alors en évidence le pouvoir à travers ce potentiel d'influence mutuel entre certains stakeholders et organisation. Enfin et de manière moins implicite, Bowie (1988) fait ressortir la notion du pouvoir en assimilant les acteurs influents à « *ceux dont le support est un préalable à la poursuite de l'existence de l'organisation* ».

Toutefois, et à côté de la littérature portant sur le « *stakeholder theory* », l'importance du pouvoir au sein des organisations ne manque pas dans d'autres courants théoriques, notamment la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources. En effet, la théorie de l'agence met à la charge du principal le contrôle et la surveillance de l'agent pour réduire *le pouvoir* discrétionnaire de ce dernier et limiter par conséquent son comportement opportuniste. Quant aux adeptes de la théorie de la dépendance aux ressources, ils considèrent que *le pouvoir* est détenu par ceux qui contrôlent les ressources nécessaires au fonctionnement de l'organisation, créant ainsi des écarts ou des distorsions *de pouvoir* entre les différents acteurs.

Il est donc clair que tout travail cherchant à identifier les catégories des *stakeholders* doit allier le pouvoir à la légitimité. Ces deux attributs quoiqu'ils soient bien distincts, seront d'une plus grande pertinence s'ils sont traités de manière combinée. D'ailleurs, Weber (1947)⁵⁹ précise que la légitimité et le pouvoir peuvent être combinés pour donner naissance à l'autorité qu'il définit « *comme l'usage légitime du pouvoir* ».

⁵⁷ Comme déjà cité, Freeman (1984) définit le *stakeholder* comme étant « tout groupe ou individu qui peut affecter, ou qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation ».

⁵⁸ Cité par Cherif (2002)

⁵⁹ Cité par Cherif (2002)

Après la présentation de la légitimité et du pouvoir comme attributs essentiels permettant l'identification des *stakeholders*, la question qui s'impose à ce niveau est comment la prise en compte de ces deux attributs, ainsi que d'autres aspects, peut faire évoluer la situation relative d'un *stakeholder* au sein de l'entreprise. Les dirigeants, à qui incombe la gestion de la firme considérée comme un nœud de contrats, se trouvent au cœur de ce questionnement.

2- La réponse des dirigeants aux différents *stakeholders*

Outre la légitimité et le pouvoir, Mitchell, Agle et Wood (1997) se permettent d'ajouter un troisième aspect, à savoir l'urgence. Ils la définissent comme étant « (...) *le degré pour lequel les droits des stakeholders nécessitent une attention immédiate* ». Cette urgence suppose que la relation ou le droit qu'a le *stakeholder* sur la firme soit de nature sensible au temps et aussi, d'une grande importance aux yeux du *stakeholder* lui-même. (Mitchell, Agle et Wood, 1997).

Toutefois, pour que la position au sein de l'entreprise d'un partenaire puisse évoluer, cette importance exponentielle de son droit sur la firme doit également être perçue par les autres membres de la firme et spécialement les managers, qui sont responsables du processus décisionnel au sein de la firme (allocation des ressources, prise de décisions stratégiques...) et qu'y occupent certainement une place centrale.

En effet, dans le cadre du modèle d'agence élargi ou généralisé de Hill et Jones (1992) « *Les dirigeants sont le seul groupe de stakeholders qui entre dans des relations contractuelles avec tout les autres stakeholders. Ils sont également le seul groupe de stakeholders qui dispose d'un contrôle direct sur l'appareil décisionnel de la firme* » (Hill et Jones, 1992). C'est aux managers donc que reviennent la prise de décisions stratégiques ainsi que la répartition des ressources de manière à répondre au mieux aux revendications des différents *stakeholders*. La défense des intérêts de ces derniers se trouve alors contingente au comportement des managers. Elle dépend essentiellement de la manière de ces derniers à saisir et percevoir les attributs des différents partenaires.

Partant de ces trois attributs, à savoir légitimité, pouvoir et urgence, Mitchell, Agle et Wood (1997) ont réussi à établir un classement qualitatif des différents *stakeholders*. Le schéma suivant

présenté par les auteurs illustre bien la position relative des différentes catégories de *stakeholders* au sein de la firme.

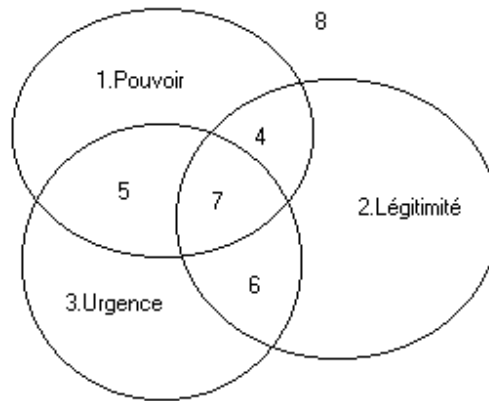


Schéma 1.1 : Position relative des différents Stakeholders au sein de la firme

Source : Mitchell, Agle et Wood, (1997)

D'après ce schéma, la catégorie de *stakeholders* représentée par la zone ou strate (7) ne peut être certainement délaissée par les managers. En effet, des acteurs qui font le cumul de la légitimité et du pouvoir appartiennent certainement à des coalitions dominantes au sein de la firme. Ainsi, lorsque leurs revendications revêtent un caractère urgent aux yeux des dirigeants, ces derniers les positionnent parmi leurs actions prioritaires.

À ce niveau, le comportement des dirigeants ne peut aller à l'encontre de l'intérêt de ces *stakeholders* dans la mesure où ces derniers disposent de tous les leviers nécessaires pour faire aboutir leurs requêtes.

Également, les membres de la zone (4) disposant à la fois de la légitimité et du pouvoir font partie des *stakeholders* dominants et donc relèvent une grande importance pour la firme, quoique leurs revendications ne présentent pas le caractère urgent pour les managers. C'est le cas notamment des actionnaires majoritaires et des créanciers importants qui sont souvent représentés dans les organes directionnels de l'entreprise.

Contrairement à ces *stakeholders* dominants, les acteurs de la catégorie n°6 qui revêtent la légitimité et l'urgence sont plutôt des *stakeholders* dominés et dépendants étant donné qu'ils sont

dépourvus de pouvoir au sein de l'entreprise. Les actionnaires minoritaires et les salariés peuvent dans certaines circonstances être assimilés à ce type de *stakeholders*. Toutefois, lorsque certains mécanismes tels que des syndicats puissants ou des associations de défense des actionnaires minoritaires sont instaurés, ces derniers peuvent évoluer pour se situer dans le cadre des *stakeholders* dominants. Ceci implique que la position des *stakeholders* est évolutive, et est loin d'être figée.

Quant à la zone n°5, elle traduit une catégorie particulière de *stakeholders*, celle qui revêt le pouvoir et l'urgence, sans toutefois disposer de droits légitimes. Les managers peuvent être assimilés à ce type de *stakeholders*. En effet, un dirigeant opportuniste va certainement abuser de son pouvoir pour imposer des requêtes personnelles illégitimes nuisibles aux intérêts des autres groupes de *stakeholders* qui présentent une certaine légitimité.

En ce qui concerne les membres des groupes (1), (2) et (3), ils ne disposent que d'un seul attribut, à savoir la légitimité, le pouvoir ou l'urgence. Dès lors, ils ne revêtent que peu ou pas d'importance aux yeux des managers. Ces *stakeholders* doivent chercher à acquérir un attribut de surcroît, faute duquel seront toujours assimilés à des *stakeholders* discrets.

Enfin, nous notons que le schéma affiche une huitième et dernière zone. Elle correspond aux acteurs qui ne disposent d'aucun attribut. Ces derniers sont considérés comme des non *stakeholders*.

De ce classement qualitatif des différents *stakeholders* avancé par Mitchell et al. (1997), il apparaît que plus les *stakeholders* possèdent d'attributs en relation avec la firme, plus ils sont aptes à influencer ses décisions et donc revêtent plus d'importance aux yeux des dirigeants. La firme englobe ainsi plusieurs catégories de *stakeholders* se présentant avec des degrés d'importance différentes et des intérêts divergents, voire contradictoires. Et comme l'objectif des managers dans cette perspective est la maximisation de la création de la valeur partenariale (*stakeholders value*) tout en assurant l'équilibre entre les différentes parties prenantes (Fama, 1980 ; Blair, 1996 ; Hirigoyen, 1997), cela suppose certes la prise en considération des contraintes internes (telles que l'influence des acteurs et leur motivation) et externes (telle que la pression des marchés).

Une gouvernance résultante de toutes ces contraintes devient un exercice particulièrement difficile. On peut dès lors se demander quelle configuration pourrait avoir une gouvernance des entreprises s'inscrivant dans la perspective du « *stakeholder capitalism* ».

III- La gouvernance des entreprises dans une approche partenariale

La redéfinition de l'objectif de la firme a laissé Hirigoyen (1997) proposer le passage d'une « gouvernance d'agence » à « une gouvernance de partenariat ». Selon certains auteurs tels que Marois et Bompont (2004), l'émergence de ce type de gouvernance revient à la prise en compte de l'importance du capital immatériel⁶⁰, dont le capital humain est une composante essentielle. Alors que d'autres, tel que Zingales (2000), attribuent sa naissance à l'importance de la question du partage du pouvoir au sein de la firme.

1- Objectif de la gouvernance partenariale

Cette gouvernance partenariale devrait conduire, selon Hirigoyen (1997) à la recherche d'un nouvel équilibre entre investisseurs financiers et acteurs industriels.

De son côté, Charreaux (1997a) précise que l'objectif de la gouvernance des entreprises, dans sa nouvelle approche, est de garantir la viabilité de la coalition qui permet à la firme d'être créatrice de valeur. Il souligne encore qu'elle doit :

- *« faire pression sur les dirigeants de façon à ce que leurs activités de création et de redistribution de rentes satisfassent l'ensemble des stakeholders (dont les dirigeants) et assurent la viabilité globale et indépendante de la coalition, évitant ainsi les situations de crise qui se traduisent soit par un éclatement de la coalition, soit par la spoliation d'un groupe de stakeholders prisonniers de leurs transactions. Il s'agit de l'aspect préventif du système ;*
- *être à même de faciliter la résolution des situations de crise (rôle curatif) ».*

⁶⁰ Edvinson et Malone (1997) distinguent trois composantes essentielles du capital immatériel, à savoir le capital humain, le capital structurel et le capital client.

Donc, dans l'optique du « *stakeholder capitalism* », l'action passe par la prise en compte effective des intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Cette vision implique un nécessaire équilibre entre les intérêts strictement financiers des investisseurs et les exigences socioprofessionnelles d'autres parties prenantes telles que les salariés et les dirigeants.

2- Les attentes spécifiques des différentes parties prenantes

Partant du fait que les différents *stakeholders* se trouvent dans des situations très inégales (Charreaux et Desbrières, 1998), Chacun de ces *stakeholders* a, bien évidemment, des attentes directes distinctes vis-à-vis des entreprises et leur réclame en conséquence des informations spécifiques. Ces attentes et informations définies par Clarke (1998) et recensées par Caby et Hirigoyen (2001) se présentent comme suit :

- Les attentes directes des salariés concernent la rémunération, la sécurité de l'emploi et la formation. Les informations que peuvent avoir sont les rapports de l'entreprise, les nouvelles sur l'emploi et les négociations.
- Quant aux actionnaires, ils sont intéressés par les dividendes et l'appréciation du cours boursier. Les rapports et comptes annuels sont mis à leur disposition.
- Les clients sont en revanche attirés par la qualité, le service, la sécurité ainsi qu'un bon rapport Qualité/Prix. L'entreprise peut leur fournir de la publicité, des documentations et même des entretiens.
- Les fournisseurs cherchent généralement à nouer une relation stable et durable avec l'entreprise. Cette dernière s'engage à maintenir ses paiements dans les délais impartis.
- Les banquiers, quant à eux, s'attendent à la liquidité de l'entreprise, à sa solvabilité ainsi qu'à la valeur des garanties. Pour rassurer de telles attentes, l'entreprise se trouve en mesure d'établir des ratios de couverture ainsi que des prévisions de sa trésorerie, et de fournir des nantissements.

- Le gouvernement exige aussi bien le respect des lois, de l'emploi et de la compétitivité que la divulgation de données fidèles. À cet égard, l'entreprise est en mesure de présenter des rapports aux organismes officiels ainsi que des communiqués de presse.
- Quant au public, il est concerné par la sécurité des opérations et la contribution éventuelle de l'entreprise à la communauté. Ce public peut avoir accès à des rapports sur la sécurité ainsi qu'à des reportages sur l'activité de l'entreprise.
- Et finalement Clarke (1998) cite l'environnement comme un partenaire qui exige une activité non polluante et aussi, une substitution des ressources non durables. L'entreprise peut établir des rapports sur l'environnement ainsi que des rapports de conformité.

L'idée que les dirigeants doivent prendre en compte les attentes de ces différentes parties prenantes, au-delà des exigences des actionnaires, n'est pas nouvelle. Dans ce cadre, Hoffman et al. (2009) citent que Abrams (1951) a déjà défini la profession du manager comme celui qui doit maintenir un équilibre équitable entre les revendications des différents groupes d'intérêt.

Afin de défendre leurs droits et satisfaire au mieux leurs attentes, ces différents partenaires disposent de certains mécanismes de sauvegarde, c'est-à-dire des protections qui résultent tant de la loi que de pratiques, de simples usages ou de contrats (Caby et Hirigoyen, 2001).

3- Les mécanismes de sauvegarde de l'intérêt des *stakeholders*

S'intéressant aux mécanismes de défense de l'intérêt des différentes parties prenantes, Paulus et Roth (2001) en distinguent plusieurs types, à savoir les mécanismes *ex ante*, *ex post* ou de sortie (*exit*), et de suivis actif et passif. Dans ce cadre, Caby et Hirigoyen (2001) indiquent que les mécanismes *ex ante* permettent de préserver la partie spécifique de l'investissement du *stakeholder* au sein de la firme ; alors que les mécanismes de sortie concernent la partie générique. Ces auteurs précisent encore que le mécanisme de suivi actif considère que la partie prenante reçoit de l'information et est en mesure d'influencer les décisions prises au niveau de

l'entreprise ; alors que celui de suivi passif suppose que les *stakeholders* sont informés des décisions prises au sein de la firme, sans pour autant y participer.

En respectant cette typologie, Paulus et Roth (2001) présentent les différents mécanismes de sauvegarde et ce pour trois catégories essentielles de *stakeholders*, à savoir les actionnaires, les salariés et les créanciers financiers.

Pour ce qui concerne les actionnaires, le mécanisme de sauvegarde *ex ante* se concrétise par les garanties de leur position ; alors que la taille et la liquidité des marchés financiers présentent les mécanismes de sortie ou d'*exit*. En effet, les actionnaires sont en mesure de se séparer de leurs actions s'il existe un marché liquide. Quant aux mécanismes de suivi actif, les actionnaires disposent par exemple de leurs droits de vote lors des assemblées générales, par le biais desquels ils se trouvent en mesure d'influencer les décisions de l'entreprise ; tandis qu'une simple communication financière maintient les actionnaires informés des décisions prises et traduit ainsi les mécanismes de suivi passif.

S'intéressant aux créanciers financiers, les mécanismes de sauvegarde *ex ante* se traduisent par les garanties qui soutiennent leur position tel que les nantissements ; alors que le marché de l'intermédiation bancaire présente le mécanisme de sortie ou d'*exit*. Une procuration bancaire peut être considérée comme étant un mécanisme de suivi actif ; alors qu'une simple communication financière se place toujours dans le cadre du suivi passif.

La troisième catégorie, à savoir les salariés, attire plus particulièrement notre attention du fait qu'elle est au cœur de notre travail de recherche. Les salariés ont un rôle déterminant au sein de la firme. Ceci revient certes à l'importance cruciale du capital humain, notamment spécifique, qui est de nature risquée.

La prise en compte des intérêts des salariés revient à reconnaître la spécificité du capital humain. À la différence des autres capitaux (financier, industriel, ...), qui peuvent facilement être commercialisables, le capital humain est inaliénable (Moore, 1991). Dès lors, les dirigeants doivent avoir vis-à-vis de l'actif humain une stratégie différente de celle qu'ils peuvent avoir envers les autres types d'actifs mis à leur disposition. Il s'agit donc d'établir des compromis qui

reconnaissent l'importance du capital humain à travers la mise en place de mécanismes protecteurs, en particulier lorsque le risque spécifique encouru est important.

S'intéressant aux mécanismes de défense de l'intérêt de ces salariés, Paulus et Roth (2001) indiquent que les mécanismes de sauvegarde *ex ante* se concrétisent essentiellement par des garanties qui sont en mesure de consolider la position des employés au sein de la firme. En effet, ces employés disposent d'un droit moral et implicite qui les protège relativement contre le licenciement et le chômage dans les périodes de ralentissement économique. Ces auteurs précisent encore que la nature de la formation, c'est-à-dire redéployable ou non, est classée parmi les mécanismes de sauvegarde d'*exit* ou de sortie. Quant aux mécanismes de suivi passif, ils préconisent la communication interne de certains documents tel que le bilan social, permettant ainsi aux salariés d'être informés de toute décision en mesure d'affecter leur statut.

Toutefois, cela ne peut être suffisant pour garantir une pleine adhésion des salariés aux objectifs de l'entreprise. Celle-ci passe certainement par leur implication dans les affaires de la firme. À cet égard, Paulus et Roth (2001) proposent comme mécanisme de suivi actif le système de codétermination ou de cogestion qui peut être mis en place par la participation des salariés au conseil d'administration. De même, le développement de l'actionnariat salarié qui semble se dessiner en France, peut être intéressant à suivre.

Finalement, nous précisons que ces mécanismes de sauvegarde, en dépit de leur variété, ne garantissent guère une protection totale et rassurante des intérêts des *stakeholders*. À cet égard, Caby et Hirigoyen (2001) précise que « *la confiance pallie une protection insuffisante* ». Dans cette optique, nous considérons comme vital le maintien de liens de confiance entre l'entreprise et tout ses *stakeholders* grâce à des engagements réciproques. Revenant sur l'exemple des salariés, nous avons déjà signalé que ces derniers disposent d'un droit moral et implicite qui les protège relativement contre le licenciement et le chômage dans les périodes de ralentissement économique. Réciproquement, en période de plein emploi et de tension sur le marché du travail, ces salariés demeurent fidèles à leur société lui évitant ainsi des dépenses de prospection, et de formation supplémentaires. Ceci ne peut qu'instaurer de la confiance entre l'entreprise et les salariés qui va certainement combler l'insuffisance des mécanismes de sauvegarde.

C'est ainsi donc que la complémentarité entre la présence de la confiance et les mécanismes de sauvegarde permet de comprendre la relation de chacun des *stakeholders* avec le dirigeant.

4- Mesure de la création de valeur partenariale

Certes, le modèle contractuel partenarial de la gouvernance des entreprises conduit à une vision différente de la performance dont la mesure nécessite, selon certains auteurs, le recours à des indicateurs autres que ceux de nature financière ou boursière. Ces derniers conviennent au modèle traditionnel financier où il s'agit de contraindre les managers à maximiser la richesse des actionnaires. Par contre, la vision plus globale de la création de valeur, prenant en compte l'ensemble des *stakeholders*, induit selon Charreaux (2002) des critères de performance plus qualitatifs. Par ailleurs, quelques tentatives de mesure de la création de valeur partenariale ont été avancées par la littérature.

A- L'information non financière : une réponse à l'évaluation de la valeur partenariale

Les parties prenantes les plus fréquemment évoquées dans la littérature, à savoir les clients, le personnel et les fournisseurs sont largement illustrées par des indicateurs non financiers de performance (Bughin, 2004).

En effet, la satisfaction des clients est couramment perçue comme un indicateur de la santé générale de l'entreprise, et constitue de ce fait une information utile pour les actionnaires (Fornell, 1992). La satisfaction du client correspond à l'évaluation globale par lui-même de l'ensemble de ses achats et de ses expériences de consommation concernant un bien, un service ou même un fournisseur donné. Les indicateurs mis en évidence par la littérature pour refléter ce concept sont donc bien des indicateurs globaux tels que le nombre de plaintes des clients, la durée de traitement de ces plaintes, le nombre de recours à la garantie, le nombre de retours, le pourcentage de livraisons à temps, le pourcentage de commandes satisfaites, les indices résultant d'enquêtes de satisfaction, etc. Pour réussir la satisfaction des clients, l'organisation et les personnes qu'elle emploie doivent continuellement faire preuve d'efficacité pour acquérir des parts de marché et les conserver. Le client n'exige pas nécessairement qu'on lui propose de

nouveaux produits et/ou services, mais qu'on développe de nouvelles façons d'être productifs et efficaces.

Une saine gestion du personnel permet à l'employeur d'avoir une main-d'œuvre satisfaite, motivée et créative pouvant relever les défis, innover, provoquer les changements et atteindre les objectifs fixés. L'employeur doit donc développer un climat de travail propice au partage de l'information et au travail d'équipe. Dans ce cadre, la communication devrait occuper une place importante dans les entreprises. En effet, par la transmission et le partage d'informations, l'entreprise s'assure de maintenir le lien entre ses diverses composantes pour atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés. En outre, la gestion participative peut sûrement entraîner des effets positifs quant à la satisfaction des employés. Aussi, l'un des principaux facteurs déterminants de la satisfaction est l'équité salariale. L'employé attribue une valeur à la relation qui s'établit entre ce qu'il fournit comme travail à l'organisation et ce qu'il reçoit en échange. Il se compare avec les autres salariés et avec des emplois similaires dans les entreprises concurrentes.

Les principaux indicateurs non financiers évoqués par la littérature, mesurant la satisfaction des salariés et donc la valeur qui leur revient, sont le taux d'absentéisme, les taux de fréquence et de gravité des accidents, l'indice de motivation du personnel, le nombre d'heures de formation, le nombre de suggestions, etc. (Bughin, 2004).

Quant aux fournisseurs, nous notons qu'un nombre croissant de sociétés établissent des classements de leurs fournisseurs sur la base des prix pratiqués, de la qualité des biens et/ou services offerts, mais aussi sur la base du respect des délais de livraison. En fait, la relation de partenariat remplace le rapport traditionnel entre fournisseur et client basé sur un conflit d'intérêts : cette approche d'interaction et d'interdépendance suppose une fiabilité et une confiance à toute épreuve entre vendeur et acheteur.

À côté de ces critères qualitatifs de la valeur partenariale, certains auteurs ont essayé de résoudre le problème d'opérationnalisation en apportant quelques essais de mesure de la création de valeur partenariale.

B- Essais de mesure de la création de valeur partenariale

Certes, la création de valeur partenariale pose un problème d'opérationnalisation délicat à résoudre. Ceci n'a pas toutefois empêché la réflexion de certains auteurs en la matière.

b₁. La réflexion de Charreaux et Desbrières (1998)

Charreaux et Desbrières (1998) ont essayé d'apporter des éléments de réponse à cette problématique. Ils proposent une mesure –la valeur partenariale- qui s'appuie sur une mesure globale de la rente créée en relation avec les différentes parties prenantes et non les seuls actionnaires. Cette mesure repose sur la même logique que celle construite par Brandenburger et Stuart (1996). Ces deux auteurs fondent leur raisonnement sur l'analyse de la chaîne de valeur de Porter (1984) et s'inscrivent dans le cadre de la théorie des jeux coopératifs notamment pour analyser l'appropriation de la valeur créée.

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. Le manager crée de la valeur si l'écart entre les ventes aux prix d'opportunité et les coûts d'opportunité est positif. Ceci implique que pour accroître la création de valeur, le dirigeant doit agir simultanément sur les prix (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 un accroissement de la dépendance des salariés par développement du capital humain spécifique, augmentant ainsi leur coût de sortie ou aussi par un accord de partenariat avec les fournisseurs). Également, les auteurs mettent en évidence un résidu ou « *slack* » managérial, c'est-à-dire un excédent représentant la latitude dont dispose le dirigeant dans les négociations entre les différents partenaires. Ce « *slack* » non partagé entre les *stakeholders* est réinvesti ou conservé sous la forme de liquidité. Toutefois, les auteurs reconnaissent les difficultés opérationnelles de cette mesure puisqu'elle suppose l'identification des prix et des coûts d'opportunité pour les différentes parties prenantes. Vatteville (2008) ajoute aussi, que l'hétérogénéité des partenaires marchands (clients, fournisseurs, salariés, prêteurs,...) complique sérieusement l'investigation, sans évoquer les groupes n'ayant aucun lien avec un marché dont il faut construire l'intérêt collectif.

b2. La réflexion de Poulain-Rehm (2006)

Face à ce problème d'opérationnalisation, Poulain-Rehm (2006) a retenu, dans une étude récente et de manière plus novatrice, la répartition de la valeur ajoutée au sens comptable du terme, comme mesure de la *stakeholder value*. En effet, la problématique de la valeur suscite inévitablement celle des destinataires de la valeur créée et, par conséquent, de sa répartition. La valeur ajoutée exprime la création ou l'accroissement de valeur que l'entreprise apporte aux biens et services en provenance des tiers. Elle correspond à la différence entre la production de l'exercice et les consommations de biens et services fournis par des tiers pour cette production. C'est la répartition de la valeur ajoutée au profit des différentes parties prenantes pour lesquels il est possible de mesurer la valeur allouée au travers des documents financiers, à savoir les salariés, les prêteurs, l'Etat et les actionnaires, qui a suscité l'intérêt de l'auteur, même si cette manière d'opérationnalisation comporte un biais par rapport à l'objectif de mesure de la création de valeur.

Dans cette étude, l'auteur a mesuré la valeur créée au profit des salariés par la part de valeur ajoutée absorbée par les charges de personnel et la participation des salariés aux fruits de l'expansion. Au profit des prêteurs, a été mesurée la part de la valeur ajoutée consacrée au paiement des charges d'intérêt et assimilés. Au profit de l'Etat, a été mesurée la part de la valeur ajoutée versée sous forme de paiement des impôts. Enfin, au profit des actionnaires, a été mesurée la part de la valeur ajoutée consacrée aux dividendes distribués.

Quoique leur perfection soit entachée, puisqu'elles n'incluent pas les coûts d'opportunité supportés par les différents *stakeholders*, ces différentes mesures ont pu s'imposer en l'absence de mesures alternatives.

Conclusion de la section

Au niveau de cette seconde section, nous avons essayé de présenter le modèle contractuel partenarial de la gouvernance d'entreprise.

Par opposition au modèle actionnarial, ce modèle partenarial tient compte de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, y compris les actionnaires. En effet, la reconnaissance du rôle important des différents partenaires, et en particulier des salariés, a conduit à une remise en cause de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale au profit d'une conception partenariale soutenue par de nombreux auteurs appelant à assurer un équilibre entre les *stakeholders*. Selon les tenants de cette approche plus large de la *corporate governance*, la performance ne doit plus s'apprécier au regard des seuls intérêts des actionnaires mais au regard de ceux de l'ensemble des *stakeholders*. Ils justifient la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des partenaires par les effets pervers de l'approche actionnariale restrictive. La légitimité ainsi que l'efficacité présumées d'une gouvernance exclusivement orientée vers l'actionnaire ont été alors largement contestées.

Dans un premier temps, nous avons pu identifier les limites et les critiques adressées à l'approche traditionnelle de la gouvernance fondée sur le capitalisme actionnarial. Par la suite et en nous basant sur les travaux de Mitchell, Agle et Wood (1997), nous avons essayé dans un deuxième temps d'apporter une identification des différentes parties prenantes. Finalement, un troisième volet a été dévoué pour l'étude de la gouvernance des entreprises dans son modèle contractuel partenarial. Nous avons touché essentiellement l'objectif de la gouvernance dans ce cadre, les attentes spécifiques des différents *stakeholders*, ainsi que les mécanismes de sauvegarde de leur intérêt ; sans pour autant négliger la mesure de la création de valeur partenariale.

Conclusion du chapitre

Au terme de ce premier chapitre, nous pouvons constater que la théorie de la gouvernance des entreprises n'est qu'à ses débuts. En effet, en dehors des conflits d'agence et de l'asymétrie de l'information, les fondements théoriques sont encore très hétérogènes. Ainsi, si la notion de « créancier résiduel » est un élément central dans la démonstration des théories de la *shareholder value* ; elle est paradoxalement utilisée par d'autres auteurs, notamment Blair (1995), pour contester le bien-fondé de ces théories. Cet aspect mis à part, les marchés financiers semblent aujourd'hui dominés par l'impératif de la création de valeur actionnariale qui découle directement des approches dites restrictives de la gouvernance des entreprises. Les managers présentent les concepts de retour sur investissement (ROI), de marge opérationnelle, d'E.V.A ou de M.V.A pour justifier leurs projets d'investissement et leur changement de stratégie.

Par ailleurs, les tenants des approches plus larges de la *corporate governance* justifient leur choix de prise en compte de l'ensemble des intérêts des partenaires par les effets pervers de cette approche restrictive. Ils contestent la légitimité ainsi que l'efficacité présumées d'une gouvernance exclusivement orientée vers l'investisseur financier. Dans les modèles alternatifs qu'ils tentent de mettre en place, l'objectif de la firme apparaît comme un compromis entre l'intérêt des divers *stakeholders*. Ainsi, il serait exclu par exemple de recourir au *downsizing* en vue d'améliorer la performance financière pour les investisseurs puisque cela revient à sacrifier l'aspect social qui représente l'intérêt des salariés. Cet équilibre entre les aspects financiers, industriels et sociaux a longtemps imprégné le fonctionnement des entreprises françaises.

Dans ces deux approches de la gouvernance d'entreprise, actionnariale et partenariale, un mécanisme bien particulier d'incitation et de contrôle trouve sa justification : Il s'agit de l'actionnariat salarié, objet de notre problématique.

Au niveau du deuxième chapitre, nous allons traiter de l'actionnariat salarié. Nous envisageons alors de répondre aux interrogations suivantes :

* qu'est-ce que l'actionnariat salarié ?

- * Quelles sont ses caractéristiques, particulièrement en France ?
- * Quels sont les bienfaits que cette forme d'actionnariat puisse présenter, aussi bien pour les salariés que pour l'organisation ?
- * Parallèlement, l'actionnariat salarié présente-t-il des risques ?
- * Quelle place et quel rôle pour cet actionnariat salarié dans la *Corporate governance* ?

CHAPITRE II

PLACE DE L’ACTIONNARIAT SALARIÉ DANS LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES

Introduction

L'actionnariat salarié est un phénomène qui s'est développé, depuis une vingtaine d'années ou plus, dans la majeure partie des pays industrialisés et émergents. Ceci a suscité un intérêt considérable pour ce phénomène, tant dans le milieu académique que chez les politiques et praticiens (Kuvaas, 2002 ; Pendleton et al. 1998).

En effet, le premier recensement économique annuel de l'actionnariat salarié dans les pays européens⁶¹ a conclu sur la progression forte et rapide de l'actionnariat salarié en Europe⁶². Sur la base des tendances récentes, la fédération européenne de l'actionnariat salarié (FEAS) s'attend même à un doublement dans les prochaines 5-10 années ; l'Europe passant de 8.4 millions d'actionnaires salariés en 2007 à 16 millions, de 26.2% d'actionnaires dans l'ensemble des salariés des grandes sociétés à 40-50%, et la part du capital détenue par les salariés passant de 2.75%⁶³ en 2007 à 4 - 4.5%.

En sus de cette large progression, nous notons la création récente de plusieurs organismes s'intéressant au thème de l'actionnariat salarié. Nous citons dans ce cadre la « fédération européenne de l'actionnariat salarié » (FEAS), la « fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés » (FAS) regroupant au niveau national toutes les associations d'actionnaires salariés et l'observatoire de l'actionnariat salarié en Europe (OASE) créé en 1986.

Même les marchés financiers, qui symbolisent le capitalisme, ont cherché à valoriser l'actionnariat salarié. Pour ce faire, des indices ont été créés. Aux États-Unis, l'*employment ownership index* (EOI), indice de la propriété salariale, regroupe les 350 sociétés qui ont le plus diffusé leurs actions auprès de leur personnel. En France, a été créé en 2001 l'indice de l'actionnariat salarié (IAS) qui regroupait à l'origine 29 entreprises du CAC 40 développant significativement l'actionnariat salarié. Plus récemment, Euronext et la Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés et d'Anciens Salariés (FAS) ont réussi à lancer conjointement, le 04 décembre 2006, le premier indice au monde sur l'actionnariat salarié : **Euronext FAS IAS®**. Cet indice Euronext FAS IAS® est composé de l'ensemble des valeurs

⁶¹ Recensement fait par la fédération européenne de l'actionnariat salarié en 2007 et publié le 23 mai 2008.

⁶² Le recensement est fait à partir des 2500 plus grands groupes européens.

⁶³ Ce pourcentage présente une capitalisation détenue par les salariés égale à 291 milliards d'Euros.

du SBF 250 ayant un actionnariat salarié significatif⁶⁴. En l'année 2008, seulement 27 entreprises composaient cet indice⁶⁵.

De même, la prise de conscience de l'actualité de l'actionnariat salarié a touché la politique. Alors, plusieurs rapports ont été réalisés au cours de la décennie à la demande de divers gouvernements. Nous citons le rapport Chérioux en 1999 et le rapport Ballingand – De Foucault en 2000.

L'ensemble de ces constats ne peut qu'accentuer l'intérêt et l'engouement des chercheurs et des analystes pour l'étude de ce phénomène de l'actionnariat salarié. En effet, et selon l'observatoire de l'actionnariat salarié en Europe (2000), une enquête menée auprès de quelque deux cents analystes financiers européens témoigne non seulement l'intense intérêt dont ils portent pour le sujet, mais également leur volonté d'être mieux informés en la matière.

Un tel engouement et une telle volonté sont certainement renforcés par la diversité touchant aussi bien la forme de cet actionnariat que son esprit. Ceci étant, l'actionnariat salarié est au cœur du débat sur la gouvernance des entreprises (Poulain-Rehm, 2006).

Afin de mieux appréhender et cerner la place occupée par l'actionnariat salarié dans le cadre de la gouvernance des entreprises, nous envisageons de structurer ce deuxième chapitre comme suit :

* **Une première section** qui présente l'actionnariat salarié dans ses aspects pratiques et théoriques. Dans un premier volet, nous nous proposons de présenter l'expérience française en matière d'actionnariat salarié. Nous examinons d'abord l'évolution du cadre juridique traitant de l'actionnariat salarié ; puis nous envisageons de présenter les différentes modalités ou formes de détention possibles pour cet actionnariat. Un second volet est consacré pour l'analyse des différentes raisons ou motifs de l'actionnariat salarié avancées par la littérature, ainsi que pour les éléments dissuasifs qu'y se rattachent.

⁶⁴ c'est-à-dire celles dont 3% au moins du capital en actions est détenu par plus d'un quart des salariés.

⁶⁵ Ces entreprises se caractérisent par une capitalisation boursière importante et des effectifs élevés et exercent leur activité principale dans les secteurs de la banque, de l'automobile, de la construction, de l'énergie et des services publics

* **Une seconde section** entend examiner le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises. D'abord, nous envisageons d'analyser la relation entre « salariés actionnaires » et « dirigeants » à travers le prisme des conflits de pouvoir entre les acteurs internes et externes ; puis d'étudier le rôle de l'actionnariat salarié à travers l'analyse de l'organisation comme coalition d'individus (Cyert et March, 1963).

Nous nous intéressons, dans un second volet, à étudier le rôle joué par les actionnaires salariés dans la *Corporate governance*.

SECTION I : L'actionnariat salarié : Aspects pratiques et théoriques

L'actionnariat salarié est l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés (Desbrières, 2002). C'est un dispositif, qui permet aux salariés d'accéder au capital de l'entreprise au niveau national et international à des conditions très avantageuses dans le cadre des dispositifs de l'épargne salariale.

Aux États-Unis, où l'actionnariat salarié a connu une croissance très forte depuis une vingtaine d'années ou plus, près de 10% du capital des entreprises, en moyenne, est entre les mains de leurs salariés⁶⁶. D'après le rapport de la FEAS publié en 2008, les USA comptent 25 millions d'actionnaires salariés en 2007, détenant ensemble une capitalisation de plus de 1.150 milliards d'Euros.

D'après le tout nouveau recensement économique de l'actionnariat salarié dans les pays européens⁶⁷, l'Europe compte en 2009, plus que 9.3 millions de « salariés actionnaires » dans les 2.475 plus grandes entreprises européennes, représentant ainsi 27.8% de l'ensemble du personnel. La capitalisation détenue par les salariés s'élève à 166 milliards d'euros correspondant à 2.86%, soit une augmentation de 4% relativement à l'année 2007.

Ce même recensement nous éclaire aussi sur la très grande diffusion du mécanisme de l'actionnariat salarié dans l'Europe. En effet, la FEAS avance qu'en l'année 2009, 91% des entreprises européennes disposent de l'actionnariat salarié (contre 81.4% en l'année 2008).

Selon le rapport de la huitième rencontre européenne de l'actionnariat salarié publié en mai 2009⁶⁸, et comparée aux autres pays européens, la France occupe la première place en matière de l'actionnariat salarié au vu de plusieurs critères.

Nous intéressant à la capitalisation détenue par les salariés, les grandes entreprises françaises se trouvent au top avec 4.52% (contre 2.79% pour l'ensemble des grandes entreprises européennes). Egalement, la France se place manifestement à la tête, en termes de

⁶⁶ Dans ce cadre, Marc Mathieu, secrétaire général de la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié (FEAS) a précisé qu'« (...) il y a une volonté clairement affirmée chez les différentes parties concernées, de voir cette part évoluer à 25% d'ici dix ans ».

⁶⁷ Recensement fait par la fédération européenne de l'actionnariat salarié en 2009 et publié en mai 2010.

⁶⁸ A l'occasion du recensement économique annuel de l'actionnariat salarié dans les pays européens en 2008.

démocratisation de l'actionnariat salarié : les « salariés actionnaires » présentent 46% de l'ensemble du personnel (contre 28.2% pour l'ensemble de l'Europe).

Nous signalons aussi que la France se trouve, d'après la FEAS (2009), au top avec 75% des grandes entreprises ayant un actionnariat salarié « significatif », comparé à 53.9% pour l'Europe entier.

Nous intéressant toujours au cas français, nous nous référons à une deuxième enquête moins récente mais qui ne manque pas d'importance : l'Observatoire de l'Actionnariat des salariés en Europe (2000) montre que près d'une entreprise française sur trois cotée sur un marché réglementé et une société sur deux de l'indice SBF 250 a un actionnariat des salariés. Là où existe un actionnariat des salariés, ceux-ci détiennent en moyenne 3,7% du capital de leur entreprise. Dans un tiers des entreprises disposant d'un actionnariat des salariés, le seuil de 3% est atteint ou dépassé. Aussi, un des résultats marquants de cette étude est que l'actionnariat des salariés est présent dans toutes les catégories d'entreprises, quels que soient leur marché réglementé de cotation, la nature de leurs activités, le poids de leur capitalisation boursière ou le nombre de leurs salariés.

L'ensemble de ces constats atteste que l'actionnariat des salariés est une démarche générale, bien répandue en France et commune à toutes les catégories de sociétés. Un tel développement est soutenu certes, par une législation favorable qui ne cesse encourager l'adoption de ce mécanisme au sein des entreprises françaises.

Au niveau de cette première section, nous envisageons d'exposer l'expérience française en matière d'actionnariat salarié. Nous présentons d'abord le cadre juridique, puis les différentes modalités ou formes de la détention d'actions par les salariés.

I- L'expérience française en matière d'actionnariat salarié

1- Évolution du cadre juridique

Le contexte social du début du vingtième siècle était marqué par la forte opposition entre le facteur travail et le facteur capital. Les ouvriers étaient choqués par l'accumulation de richesses aux mains des capitalistes alors qu'ils les avaient produites. Ils n'avaient pratiquement aucune emprise sur ces richesses. Cet antagonisme entre le facteur travail et le

facteur capital a incité fortement le législateur à instituer en 1917 une loi réglementant le fonctionnement d'une nouvelle forme de société incluant l'actionnariat salarié collectif. Il s'agit de la société anonyme à participation ouvrière (SAPO). Cependant, cette loi était un échec. En effet, en 1922 uniquement six sociétés se trouvaient avec la forme juridique SAPO. Le syndicat CGT considère que la loi de 1917 n'intéresse pas les ouvriers. Du côté des patrons elle est apparemment ignorée.

L'année 1959 marque la première intervention législative en matière de participation financière aux résultats après un long silence de la part du législateur français. L'intéressement aux bénéfices a vu le jour avec l'ordonnance du 7 janvier 1959. Il s'agit de mécanismes facultatifs d'intéressement conçus pour toutes les entreprises quels que soient leur taille, leur type d'activité ou leur forme juridique ; et sont destinés à permettre aux employés de participer aux résultats économiques de la société. Il devait être négocié avec les syndicats représentatifs ou approuvés par le personnel de l'entreprise à la majorité des deux tiers. Ce texte a prévu de surcroît une modalité particulière d'intéressement : la participation au capital. Il a autorisé la possibilité d'une distribution gratuite d'actions par le biais d'une incorporation des bénéfices au capital avec création de nouveaux titres. L'actionnariat des salariés était donc évoqué de façon législative dès 1959. Mais ce dispositif facultatif n'a pas connu l'engouement espéré : depuis cette date et jusqu'en 1967, il y avait l'instauration d'un actionnariat salarié minimal limité seulement à une participation financière facultative aux bénéfices.

Puis, l'ordonnance n° 67-693 du 17 août 1967 a instauré la participation des salariés « aux fruits de l'expansion » obligatoire pour les entreprises de plus de 100 salariés. Ce régime obligatoire de participation aux bénéfices est caractéristique pour la France. Toutes les entreprises occupant au moins 100 salariés⁶⁹ sont tenues de constituer un fonds de participation différée aux bénéfices («réserve spéciale de participation»-RSP), selon une formule juridique de participation ou une autre bien définie, pour autant qu'elle garantisse aux travailleurs un montant non inférieur à la RSP légale. Les petites entreprises peuvent adopter ce régime volontairement. Les montants cumulés sont bloqués pendant 5 (ou 3) ans et le plan doit être accessible à tous les salariés employés depuis au moins 6 mois.

⁶⁹ La loi de 1994 étend les régimes de participation différée aux bénéfices aux sociétés de moins de 50 salariés les appliquant sur une base volontaire.

Comme la participation aux bénéfices délivrée en espèces, l'adoption de ces régimes de participation différée doit faire l'objet d'un accord entre l'employeur et les délégués du personnel.

Plus tard, le législateur français a instauré, par la loi n° 70-1322 du 31 décembre 1970, les plans d'options en actions (POA) inspirés de la pratique américaine des *stock options* qui concernèrent initialement surtout les cadres dirigeants du management.

Par la suite, la loi⁷⁰ du 27 septembre 1973 a introduit des plans d'actionnariat⁷¹. Elle donne la possibilité aux entreprises cotées en bourse de proposer à leurs salariés de devenir actionnaires à des conditions avantageuses. Ils peuvent devenir actionnaires via une augmentation de capital réservée aux salariés ou par achat en bourse.

En 1980, le législateur a élaboré une distribution gratuite d'actions en faveur des salariés. La loi n° 80-834 du 24 octobre accordait le droit aux entreprises par actions siégeant en France, avec pour condition d'avoir distribué au moins deux dividendes pendant les cinq derniers exercices, d'attribuer aux salariés des actions dans la limite de 3% du capital plafonné à 5000F par bénéficiaire.

Il ne faut pas toutefois, oublier la loi du 9 juillet 1984 qui a marqué le développement de l'initiative économique en introduisant en France la pratique de la reprise d'entreprise par les salariés (RES) inspirée du LMBO américain. Cette pratique a engendré bien souvent un caractère instrumental mais parfois coopératif.

Par la suite, la loi du 14 décembre 1985 est venue élargir la portée de la loi du 27 septembre 1973 aux entreprises non cotées.

L'année 1986 était d'une grande importance pour la législation en matière d'actionnariat salarié. C'est à partir de cette année que l'actionnariat salarié a pris son essor. En effet, en raison de l'usage modéré de l'intéressement par les entreprises, il a été décidé de refondre ce mécanisme en 1986. Du fait que la participation ne concernait pas toutes les entreprises, le législateur a réformé l'intéressement pour le rendre plus souple et attractif. Il a élargi alors les

⁷⁰ Loi n° 73-1196

⁷¹ En raison de sa faible utilisation, la loi Fabius du 19 février 2001 a supprimé ces plans d'actionnariat salarié.

modalités de mise en place de l'intéressement et a prévu l'alimentation par des sources diverses telles des plans d'épargne d'entreprise (PEE). C'est en cette année que les plans d'épargne d'entreprise ont été intégrés dans le cadre législatif de la participation financière, en tant que soutien privilégié à l'actionnariat salarié. Depuis, ils peuvent recevoir des épargnes de sources diverses, notamment :

- * l'épargne volontaire du salarié, assortie d'une contribution de l'employeur (abondement) ;
- * les montants de la participation aux bénéfices obligatoire pendant et après la période de conservation; et
- * les primes de la participation aux bénéfices délivrée en espèces.

Une autre loi qui ne manque pas d'importance est celle du 23 décembre 1988 régissant les OPCVM. Cette loi a modifié le régime des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) dans le sens d'une unification européenne. Les fonds communs de placement sont à l'origine d'un actionnariat salarié indirect⁷².

À ce stade, et avec l'ensemble de ces lois et ordonnances, l'actionnariat salarié restait néanmoins simplement limité à l'aspect financier. Il a fallu attendre 1994 et 2001 pour que des lois prévoient l'ouverture de l'entreprise au contrôle et à la participation aux décisions stratégiques par les salariés. En effet, ce n'est qu'à partir de 1994 puis à compter de la loi dite Fabius de 2001 que l'élément de la participation aux décisions managériales et de contrôle par les salariés est envisagée par le législateur.

La loi n° 94-640 du 25 juillet 1994⁷³ a apporté une amélioration de la participation des salariés dans l'entreprise. Elle autorise les salariés actionnaires à siéger auprès des organes de gestion de leur entreprise, à partir d'un seuil de détention de 5% du capital via un FCPE. En effet, cette loi stipulait que lorsque le rapport présenté par le conseil d'administration lors de l'assemblée générale établissait que les actions détenues par le personnel représentaient plus de 5% du capital social, une assemblée générale extraordinaire devait être convoquée pour se prononcer sur l'introduction dans les statuts d'une clause prévoyant qu'un ou deux administrateurs devaient être nommés parmi les salariés actionnaires. Toutefois, l'assemblée

⁷² Nous exposons dans la suite de notre travail les différentes formes de l'actionnariat salarié, notamment l'actionnariat indirect.

⁷³ Loi Giraud

générale extraordinaire restait libre de sa décision ; mais en cas de réponse négative, elle devait se reposer la question dans un délai ne dépassant pas 5 ans.

En pratique, cette loi a eu très peu de succès si l'on en juge par le nombre de salariés actionnaires présents au sein des conseils d'administration. C'est pourquoi, le législateur est intervenu par la suite pour institutionnaliser le salarié actionnaire, afin de faire reconnaître ses droits et les pouvoirs qui lui reviennent⁷⁴. L'explication de l'échec de cette loi à faire participer les salariés actionnaires à la prise de décision, avancée par le rapport Ballingand – De Foucault (2000), tenait au fait que le seuil de 5% s'était révélé trop élevé eu égard au nombre de sociétés dont l'actionnariat des salariés dépasse 5%. En effet, au moment de la rédaction du rapport, uniquement deux sociétés revendiquaient une détention supérieure à 5 % du capital par leurs salariés.

Donc, bien que cette loi de 1994 ait créé une ouverture en faveur des actionnaires salariés pour l'accès au conseil d'administration, il a fallu attendre la fameuse loi Fabius de février 2001 pour que l'ouverture soit plus opérationnelle.

La loi Fabius de 2001⁷⁵ vise le renforcement de la représentation des actionnaires salariés dans les conseils d'administration ainsi que celle des droits d'information de cette catégorie d'actionnaires. Elle se veut plus pragmatique que la loi de 1994. Le seuil à partir duquel une direction d'entreprise doit proposer une résolution à l'ordre du jour d'une assemblée générale ordinaire d'actionnaires visant à poser la question de l'opportunité de la désignation d'un ou plusieurs salariés au(x) poste(s) d'administrateur(s) est abaissé à 3% du capital social. Les entreprises devraient désormais se poser la question de la représentation des salariés actionnaires, dans le cas où l'actionnariat des salariés atteindrait 3% du capital, non plus tous les 5 ans, mais tous les 3 ans.

Ce nouveau seuil est justifié, comme a été déjà signalé, par le fait que peu de sociétés présentaient un actionnariat salarié détenant plus de 5% du capital de leur société. L'ancien seuil de 5% ne pouvait donc persister, sinon la loi était quasiment inapplicable.

⁷⁴ Nous citons dans ce cadre la loi du 8 août 1994 qui reconnaît expressément les associations de salariés actionnaires et leur donne les mêmes pouvoirs qu'aux actionnaires minoritaires.

⁷⁵ On parle communément de la « loi Fabius » dont les textes d'application sont :

- le décret n° 2001-703 du 31 juillet 2001 ;
- le décret n° 2001-704 du 31 juillet 2001 ;
- la circulaire interministérielle du 22 novembre 2001 relative à l'épargne salariale ;
- le règlement COB n°2001-04 ;
- l'instruction COB du 20 décembre 2001.

Les dispositions de cette loi Fabius, en matière de représentation des salariés, ne constituaient qu'une première étape. En effet, nous notons que la loi de modernisation sociale⁷⁶ du 17 janvier 2002 est allée plus loin puisque l'article 217 a rendu obligatoire la nomination, par l'assemblée générale des actionnaires, d'un ou plusieurs représentants des salariés actionnaires au sein des conseils (d'administration ou de surveillance) des sociétés dont les salariés détiennent plus de 3% du capital.

Cette avancée de la loi de modernisation sociale est venue sans doute, compléter l'article 29 de la loi Fabius. En effet, cet article précise que si, selon le rapport présenté à l'assemblée générale par le conseil d'administration ou le directoire, la participation des salariés représente moins de 3% du capital, une assemblée générale doit être convoquée, tous les trois ans, pour se prononcer sur une éventuelle résolution tendant à réaliser une augmentation de capital. La complémentarité de ces deux articles traduit bien la volonté du législateur français de confondre le statut de salarié et celui d'actionnaire. La logique est la suivante : lorsque la participation des salariés au capital est moins de 3%, la question de ce seuil doit être à nouveau évoquée car l'actionnariat est le seul moyen choisi par les pouvoirs publics pour faire participer les salariés aux instances décisionnelles de leur entreprise.

Par ailleurs et comme le développement de l'actionnariat salarié était l'une de ses préoccupations essentielles, la loi Fabius a renouvelé et élargi profondément le dispositif antérieur centré sur les plans d'épargne d'entreprise (PEE) en prévoyant la création du plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV). Pour ce nouveau système de plan d'épargne, il est impératif que les sommes ou valeurs inscrites aux comptes des participants au plan soient détenues dans celui-ci jusqu'à l'expiration d'un délai minimum de dix ans à compter du premier versement.

Si ce plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV) était considérée comme une entrée en scène « timide » de fonds de pension, la loi du 21 août 2003 *portant réforme des retraites*⁷⁷ l'a définitivement mis en place puisque cette loi modifie la disposition relative au PPESV et remplace ce dernier par le plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO)⁷⁸. Cette loi a eu donc principalement pour objectif, de développer l'épargne retraite et non pas

⁷⁶ Loi n° 2002-73

⁷⁷ Loi n°2003-775 du 21 août 2003.

⁷⁸ Art. 443-1-2 du code de travail.

l'actionnariat salarié proprement dit. Il a donc fallu attendre l'apparition de la loi du 30 Décembre 2004⁷⁹ pour que l'actionnariat salarié reprenne sa lancée. Cette loi a en effet accru la possibilité de distribuer des actions gratuites aux salariés dans la limite de 10% du capital social pour une période minimale de deux ans.

Quelques mois après, une autre loi vient renforcer l'expansion de l'actionnariat salarié. En effet, la loi du 26 Juillet 2005 a eu notamment pour dessein de développer le mécanisme au sein des PME en autorisant aux entreprises non cotées de concéder une décote sur les actions à distribuer dans le cadre d'une augmentation de capital réservée aux participants à un plan d'épargne d'entreprise (PEE). La décote maximale autorisée s'élève à 20% du prix. Si la durée de blocage prévue par le PEE est supérieure ou égale à dix ans, la décote peut s'élever à 30%. Cette décote peut être accordée en liquide et/ou sous la forme d'actions gratuites⁸⁰.

Toujours dans le cadre du développement de la participation et de l'actionnariat salarié, une nouvelle loi⁸¹ vient apporter le 30 décembre 2006 certaines autres dispositions. En effet, elle a essayé de développer l'intéressement et la participation nécessaires à certains salariés pour l'acquisition de titres de leur entreprise. Elle a cherché également à développer l'actionnariat salarié lui-même par divers moyens tels que le versement d'actions gratuites au sein d'un PEE⁸², le renforcement du dispositif de livret d'épargne salariale ainsi que le projet de l'introduction de l'intéressement au sein de la fonction publique⁸³. Cette loi du 30 décembre 2006 a prévu en outre, la transmission d'entreprise ainsi que le développement du PERCO⁸⁴ au moyen de l'actionnariat salarié.

Ainsi, la volonté du législateur français d'accroître l'épargne salariale ainsi que l'actionnariat salarié est manifeste.

En dépit de cette volonté patente, une nouvelle loi, qui est de nature à freiner le développement de l'actionnariat salarié, est apparue récemment. En effet, suite à la crise financière et cherchant à soutenir la consommation, la loi du 3 décembre 2008⁸⁵ en faveur des

⁷⁹ Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004.

⁸⁰ Ainsi, par exemple, une société peut accorder soit 20 % de décote ou attribuer 1 action gratuite pour 4 actions souscrites ou encore accorder une décote de 10 % et 1 action gratuite pour 9 actions souscrites.

⁸¹ Loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social.

⁸² Art. 34-I, 3° de la loi.

⁸³ Art. 15 de la loi.

⁸⁴ Art. 18 de la loi.

⁸⁵ Décrets n° 2009-351 du 30 mars 2009 et n° 2009-352 du 30 mars 2009 publiés dans le J.O du 31 mars 2009.

revenus du travail a mis fin au blocage automatique de la participation pendant 5 ans. À partir du 1^{er} mai 2009, chaque bénéficiaire peut chaque année choisir soit de percevoir immédiatement sa participation (et sera alors soumise à l'impôt sur le revenu), soit de la laisser bloquée sur un plan d'épargne salariale pour une durée minimale de cinq ans.

Selon cette loi, le versement immédiat doit se faire « *dans des conditions fixées par décret* ». Les salariés devraient disposer d'un "court délai" pour faire leur choix entre le retrait et le blocage. À défaut de réponse, les sommes versées au titre de la participation seront automatiquement bloquées.

Le lendemain, la loi sur les revenus du travail du 4 décembre 2008 est venue assouplir les conditions de déblocage des sommes versées par les salariés dans le cadre de la participation et de l'intéressement : aucun délai n'est plus exigé. Cette disposition traduit encore la volonté du législateur français de soutenir la dépense, dans l'espoir de relancer l'économie et de surmonter la crise financière.

Finalement nous notons que, en dépit de cette possibilité, il n'y a pas eu de mouvements importants de fonds, d'après une étude réalisée par le Club de l'Epargne Salariale en 2009⁸⁶, et que l'actionnariat salarié a pu résister à la crise financière. Selon la FEAS (2009), la crise financière a apporté même un nouvel élan à son développement⁸⁷. Des explications peuvent être avancées : « *En premier lieu, les restructurations et le sauvetage d'entreprises en difficultés sont habituellement un terrain d'élection pour les solutions à base d'actionnariat salarié. Deuxièmement, la dépréciation des actifs industriels crée des occasions nouvelles pour les investisseurs, y compris les actionnaires salariés. Enfin, l'actionnariat salarié doit être associé plus sérieusement à la gouvernance et à la gestion des entreprises européennes, en vue de déplacer la vision du court terme vers le plus durable* »⁸⁸.

⁸⁶ D'après « Les Echos.fr », 09 juin 2009.

⁸⁷ D'après le recensement économique annuel de l'actionnariat salarié dans les pays européens (2008), 37% de toutes les grandes entreprises européennes avaient lancé de nouveaux plans en 2007/8, à comparer à 27% en 2006/7.

⁸⁸ D'après le rapport de la huitième rencontre européenne de l'actionnariat salarié (Bruxelles, 18 mai 2009).

2- Modalités de la détention d'actions par les salariés

L'actionnariat des salariés constitue un mécanisme incitatif qui a été élargi en France par la loi Fabius de 2001 simplifiant les mécanismes existants en poursuivant selon Laurent Fabius un double objectif : « (...) *faire profiter l'ensemble des salariés de la richesse créée par l'entreprise sans substituer l'épargne au salaire ; consolider les fonds propres des entreprises, c'est-à-dire leur capacité à se développer* »⁸⁹. L'actionnariat salarié prend des formes diverses en France. En effet, les salariés peuvent détenir des actions de leur entreprise par différentes manières :

* ***Soit directement*** : le versement du salarié sert à souscrire directement des actions offertes par l'entreprise, avec éventuellement une décote⁹⁰. L'entreprise peut lui accorder un abondement⁹¹. Le salarié possède ses actions en détention directe au sein d'un compte titre ouvert au nominatif ; elles sont bloquées pendant un certain nombre d'années. Il vote en assemblée générale ; il perçoit des dividendes versés et doit les mentionner dans sa déclaration de revenus.

* ***Soit indirectement*** par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement entreprise (FCPE)⁹² ou d'une SICAV d'actionnariat salarié. Le versement du salarié sert à souscrire des parts d'un FCPE ou des actions d'une SICAV. L'entreprise peut lui accorder un abondement. C'est ce fonds ou cette SICAV qui possède et gère collectivement les actions, et le salarié les possède donc en détention indirecte. Les dividendes sont automatiquement réinvestis dans le FCPE ou dans la SICAV.

Ces organismes de placement collectif sont de trois types : *actionnariat salarié* (FCPE et SICAV comprenant plus d'un tiers de titres émis par l'entreprise), *semi diversifiés* (FCPE comprenant au plus un tiers d'actions de l'entreprise) et *diversifiés* (FCPE comprenant au plus 10% de titres de la même entreprise). Lorsque les FCPE sont dédiés, les droits de vote peuvent, soit être exercés par le représentant du fonds, soit par chaque porteur de part du FCPE.

⁸⁹ Selon la FAS (2002) : Guide de l'actionnariat salarié.

⁹⁰ Le pourcentage maximum de décote autorisée dans le cadre d'une augmentation de capital réservée est de 20% dans le PEE et de 30% dans le PPESV. Ce taux important de décote est un puissant dispositif d'incitation à l'actionnariat salarié. Elle peut être accordée en partie ou en totalité sous la forme d'actions gratuites. Les sociétés non cotées déterminent un prix de souscription suivant l'évaluation de la valeur de l'entreprise.

⁹¹ L'entreprise peut ajouter un versement complémentaire à celui du salarié appelé abondement.

⁹² Ces FCPE représentent une catégorie particulière de fonds communs de placement réservés aux salariés des entreprises. Ils sont des copropriétés de valeurs mobilières, sans personnalité morale.

Par ailleurs, nous notons que les fonds communs de placement entreprise (FCPE) sont les principaux véhicules de l'actionnariat salarié en France. En effet, selon une enquête⁹³, réalisée en 2002 par *Hewitt Associates* avec le parrainage de la *Société Générale Asset Management* auprès de salariés actionnaires, 53% des salariés actionnaires détiennent des parts de FCPE exclusivement composés d'actions de leur entreprise. De plus, une étude de la COB de 1997⁹⁴ a déjà conclu que l'actionnariat salarié passe le plus souvent par le biais des FCPE. Ces derniers représentaient alors plus de 70% des sommes épargnées au titre de l'épargne salariale.

Nous intéressant à la répartition des avoirs investis dans les FCPE, nous notons que la plus grande part de ces avoirs est souvent investie dans des titres émis par l'entreprise. Les données de l'AMF relatives à l'année 2005, nous permettent de schématiser ci-après la répartition des encours FCPE par type d'instruments financiers.

⁹³ Enquête réalisée pour le compte du Cercle de l'Actionnariat Salarié exploitant 1488 questionnaires envoyés aux salariés actionnaires de onze grandes entreprises françaises

⁹⁴ Bulletin COB n°315, juillet-août 1997.

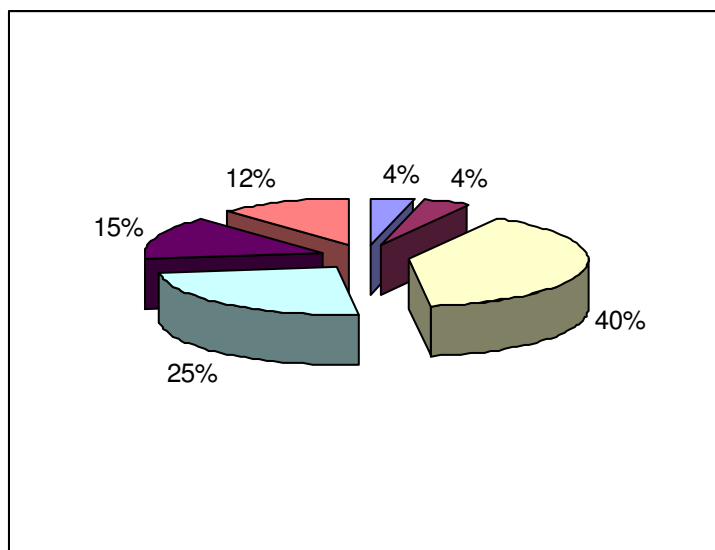


Schéma 2.1 : Répartition des encours FCPE par type d'instruments financiers en 2005

(Source : Rapport AMF 2005)

La figure ci-dessus nous montre alors, la forte proportion des encours des FCPE investie en titres de l'entreprise.

De même, aux États-Unis et en dehors des plans ESOP⁹⁵ qui sont l'outil privilégié de l'actionnariat salarié, sur les 447 milliards de dollars d'encours des plans 401 (k)⁹⁶, 250 (soit 56%) sont investis dans des actions de l'entreprise (d'Arcimoles et Trébucq, 2003).

Ces deux formes de détention d'actions (directe et indirecte) par les salariés constituent des composantes du cadre plus général des plans d'épargne entreprise (PEE). Le plan d'épargne groupe (PEG) qui répond aux mêmes objectifs, est destiné aux salariés de toutes les sociétés appartenant à un même groupe.

⁹⁵ Employee Stock Ownership Plans

⁹⁶ C'est un outil de retraite bénéficiant d'une fiscalité allégée.

Dans le cadre des plans d'épargne entreprise, le salarié peut effectuer :

- * des versements volontaires ;
- * le versement de sa participation ;
- * et/ou tout ou partie de sa prime d'intéressement ;
- * Les salariés peuvent également transférer dans le plan d'épargne entreprise le montant de la participation gérée en compte courant bloqué, et devenue disponible à l'issue de la période de blocage des 5 ans.

L'un des objectifs de la loi de 2001 sur l'épargne salariale était de permettre aux petites et moyennes entreprises d'accéder à l'épargne salariale⁹⁷. Mais l'innovation majeure de cette loi était sans aucun doute le plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV). Le PPESV est un plan d'épargne à plus long terme (10 ans) dont les règles de fonctionnement sont semblables à celles du PEE. Il résulte d'un accord entre employeurs et salariés dont l'initiative reste entièrement entre les mains des salariés qui décident ou pas d'y affecter des versements d'épargne. L'aide de l'entreprise est au départ aussi volontaire. La démarche est profondément contractuelle : elle doit être organisée et prévue dans un accord préalable. L'entreprise s'implique financièrement, mais son aide peut rester symbolique sous la forme d'une simple prise en charge des frais de gestion du portefeuille collectif. Elle peut bien évidemment faire plus, ce qui donne au PPESV un contenu financier effectif. L'abondement, lorsqu'il existe, prend la forme d'une subvention de l'entreprise complémentaire aux versements des salariés.

Le PPESV doit obligatoirement proposer un FCPE investi partiellement en économie solidaire. Par rapport aux autres dispositions de la nouvelle loi sur l'épargne salariale, il favorise davantage et explicitement l'actionnariat salarié. L'incitation fiscale y tient une place importante, comme d'ailleurs dans l'ensemble des mécanismes favorisant l'actionnariat salarié.

Finalement, nous considérerons comme relevant de l'actionnariat salarié : la détention directe d'actions, la détention indirecte d'actions dans le cadre d'un FCPE non diversifié ou dédié.

⁹⁷ Jusqu'à présent, l'actionnariat salarié est principalement le fait des sociétés cotées.

Outre l'ensemble de ces formes d'actionnariat salarié, les salariés peuvent aussi devenir actionnaires de leur entreprise à travers des procédures de Droit commun. Les salariés ne bénéficient cependant d'aucun avantage dans ce cas. Ils peuvent alors devenir actionnaires à travers l'acquisition d'actions directement sur le marché, la cession directe d'actions aux salariés par l'entreprise, la souscription directe d'actions (donnant le droit aux salariés d'acheter ultérieurement des actions de leur entreprise) ou alors à travers l'émission d'obligations convertibles en actions au profit des salariés.

Après avoir présenté l'expérience française en matière d'actionnariat salarié, nous analysons dans ce qui suit, les différentes raisons ou motifs de la mise en place des plans d'actionnariat salarié avancées par la littérature, ainsi que les éléments dissuasifs qu'y se rattachent.

II- Motifs de l'actionnariat salarié et éléments dissuasifs

Les motifs de la mise en pratique de l'actionnariat salarié se basent sur les avantages que peuvent en attendre les salariés et les entreprises. Ces motifs peuvent différer d'une entreprise à une autre. Ils portent essentiellement sur l'augmentation de la performance organisationnelle et/ou financière, la motivation des salariés et les avantages fiscaux. Toutefois, certains auteurs incluent des raisons plutôt négatives ou défensives motivant l'adoption de l'actionnariat salarié par les entreprises, telles que décourager la syndicalisation (Kruse, 1992), se défendre contre un rachat ou une prise de contrôle ou financer des entreprises en difficulté.

De manière générale, l'actionnariat salarié est censé créer une situation gagnant-gagnant pour l'entreprise et les salariés. Des arguments plaident en faveur de l'actionnariat salarié aussi bien du côté des dirigeants que des salariés.

1- Du côté de l'entreprise... une meilleure performance

Pour répondre à une critique sur l'absence de *monitoring* ou l'absence d'incitation suffisante au contrôle, Hansmann (1996) considère que l'actionnariat salarié, quand il est largement répandu, encourage les salariés à contrôler aussi bien leurs efforts que ceux des autres salariés. En d'autres termes, l'actionnariat salarié crée une culture de responsabilité

collective (Whyte, 1978)⁹⁸. L'actionnariat salarié crée une relation de travail positive qui implique la création d'une perception d'intérêts communs et de buts partagés (Lawler, 1977) et développe la coopération (Long, 1978a) entre les employés (Weitzman et Kruse, 1990). Ceci a été signalé également par Long (1980) en soulignant que l'actionnariat salarié procure un sentiment d'avoir des buts communs et partagés, un sentiment d'appartenance (ou de solidarité) et un sentiment de loyauté (ou de fidélité). De façon non formelle, ceci ne peut que favoriser l'instauration d'un régime de confiance au sein des entreprises qui y ont recours (Poulain-Rehm, 2006).

L'actionnariat salarié serait susceptible donc d'être à l'origine d'une plus grande incitation des travailleurs à s'intéresser davantage à la réussite de leur entreprise, d'un plus grand engagement⁹⁹ de leur part, d'un fléchissement de l'absentéisme et de la rotation du personnel, d'un plus grand dévouement à long terme, de plus gros investissements dans le capital humain de l'entreprise et d'une réduction des conflits au sein de l'organisation.

Cela permettrait certes, d'augmenter la productivité et d'accroître la compétitivité et la rentabilité. Dans ce cadre, un large courant de recherche a porté sur l'étude des conséquences de l'actionnariat salarié sur la performance, qu'elle soit financière (Conte et Tannenbaum 1978 ; Blasi, Conte et Kruse, 1996 ; d'Arcimoles et Trébucq, 2003 ; Poulain-Rehm, 2006) ou de nature plus organisationnelle (Long 1978a,b ; 1979, 1980, 1982 ; Hammer et Stern, 1980 ; Bartkus, 1997 ; Frohlich et alii 1998 ; Rousseau et Shperling 2003).

La relation positive entre « actionnariat salarié » et « performance » a été démontrée à travers plusieurs études dont notamment celles de Conte et Tannenbaum (1978) ; Wagner et Rosen (1985) ; Rosen et al. (1986) et Marsh et McAllister (1981). Selon Rotondi (1975), la performance supérieure proviendrait de la combinaison de trois effets inter reliés, à savoir la création d'intérêts communs, le sentiment d'appartenance à l'organisation et le sentiment de loyauté de la part de l'organisation vis-à-vis des salariés.

Par ailleurs, certains théoriciens énoncent que les bienfaits attendus de l'actionnariat salarié en termes de ressources humaines (plus d'implication, de motivation, de fidélité,

⁹⁸ déjà souligné par Webb en 1912.

⁹⁹ Selon Matthew et al. (2009), l'engagement des salariés est critique pour la réussite des nouvelles initiatives dans l'organisation, que cette dernière soit à but lucratif ou non, de grande ou de petite taille.

d'efforts) seraient plus sensibles en présence d'une participation des salariés au processus décisionnel. De surcroît, une telle participation pourrait donner lieu à de meilleures décisions. Les salariés disposent souvent d'informations que n'ont pas les cadres supérieurs. De plus, elle permet d'exprimer des points de vue différents, ce qui permet de réduire le risque de «mentalité de groupe».

Au final, pour les entreprises, l'intérêt de l'actionnariat salarié est de renforcer la motivation des salariés et d'assurer la convergence d'intérêts individuels (Desbrières 1997a), et ce dans la recherche d'une meilleure performance. Ceci a été conforté par l'enquête Altedia-COB (1999) qui a conclu que les motivations les plus importantes des entreprises pour la mise en place des plans d'actionnariat salarié sont liées à la motivation du personnel, la création d'intérêts communs et la diminution du turnover.

Nous signalons par ailleurs que suite à la mise en place de plans d'actionnariat salarié, l'entreprise bénéficie de certains avantages fiscaux¹⁰⁰. De tels avantages aident et encouragent la mise en pratique de ce dispositif sans toutefois être une motivation en soi pour l'entreprise.

Cependant, comme nous l'avons déjà souligné, certains auteurs associent des raisons plus négatives ou défensives motivant l'adoption de l'actionnariat salarié par les entreprises, telles que décourager la syndicalisation (Kruse, 1993), financer des entreprises en difficultés ou se défendre contre un rachat ou une prise de contrôle. En effet, la création d'un noyau dur d'actionnaires stables peut s'avérer très utile en cas d'OPA. Ainsi, certaines entreprises telles que la Société Générale ou Bouygues, peuvent souhaiter faire monter les salariés dans le capital par volonté stratégique de défense ou de se doter d'un fort noyau dur (Perrotte, 2004). L'actionnariat salarié peut être alors instrumentalisé pour des fins d'enracinement des dirigeants (Shivdasani 1993 ; Chaplinsky et Niehaus 1994 ; Desbrières 1997a), ce qui a été vérifié empiriquement et à partir du contexte français, par Trébucq (2002) et Gharbi et Lepers (2008).

¹⁰⁰ Par exemple, l'abondement versé par une entreprise française est déductible de l'assiette d'imposition sur les bénéfices et est exonéré de cotisations de sécurité sociale dans le cadre d'un PEE.

2- Du côté des salariés... une plus grande satisfaction

Les salariés sont incités à devenir actionnaires, car cela leur permet d'avoir un retour supplémentaire et quantifiable de leur travail (Hammer et al., 1980) et également car cela constitue pour eux un bon investissement sans nécessairement avoir une volonté de contrôle de leur part (French 1987). Ceci s'explique certes par le fait qu'ils accèdent au capital de leur entreprise à des conditions préférentielles et bénéficient en sus de certains avantages fiscaux¹⁰¹ ne manquant pas de séduction pour les salariés.

Par ailleurs, d'autres (Quarrey et Rosen, 1986 ; Winther et al., 1989) soutiennent que l'actionnariat salarié améliore la qualité des emplois et accroît la satisfaction professionnelle, surtout s'il est associé à d'autres pratiques de gestion participative et à la modernisation de l'organisation du travail.

Pour certains autres théoriciens, notamment Stern et Hammer (1980), les motivations à devenir actionnaire salarié peuvent aussi être liées à la volonté de sauvegarder l'emploi.

Dans ce cadre, et en nous référant à la publication de Klein (1987), nous pouvons synthétiser la satisfaction que les salariés cherchent à avoir à travers l'actionnariat salarié en trois grands modèles théoriques.

Le premier modèle est celui de *la satisfaction extrinsèque*. Il suggère que l'actionnariat salarié accroît l'implication organisationnelle s'il est financièrement rémunérateur pour le salarié. Autrement dit, c'est la perspective de gains financiers qui influencerait le comportement du salarié. Dans ce cadre, French et Rosenstein (1984), French (1987), Gamble et al. (2002) et autres ont affermi ce modèle. French (1987) a conclu que les salariés actionnaires auraient des attentes financières à l'égard de leur actionnariat plutôt que des attentes en termes de contrôle.

¹⁰¹ Dans le cadre d'un PEE (PPESV) :

- Le bénéfice d'un prix de souscription ou d'achat accordant une décote maximale de 20% (30%) pour les sociétés européennes cotées, ce rabais n'étant pas imposable et ne supportant pas de cotisations sociales lors de la souscription.
- L'abondement perçu par les salariés est exonéré d'impôt sur le revenu et de cotisations sociales, à l'exception de la CSG/CRDS.
- Les revenus des actions souscrites (dividendes et avoir fiscaux), s'ils sont capitalisés dans un PEE (PPESV), et les plus values de cession, ne sont pas assujettis à l'impôt sur le revenu et sont uniquement soumis aux prélèvements sociaux (CSG et CRDS + prélèvements social de 2%) lors du retrait des avoirs du PEE (PPESV).

C'est donc l'importance financière des actions détenues qui a un effet sur les attitudes et comportements des salariés.

Ce modèle de « la satisfaction extrinsèque » se trouve alors en cohérence avec les postulats de la théorie de l'agence et fait écho aux motivations essentiellement financières des salariés afin de devenir actionnaires.

Le deuxième modèle, dit de *la satisfaction instrumentale*, considère quant à lui, les effets indirects sur l'actionnariat salarié. Il suppose que les réactions positives liées à l'actionnariat salarié dépendent essentiellement des opportunités proposées aux salariés de participer à la prise de décision. Cette participation peut concerner aussi bien les décisions relatives au contexte de travail que celles touchant les orientations stratégiques de l'entreprise. Dans cette perspective « instrumentale », la satisfaction des salariés dépendrait du sentiment de disposer d'une véritable influence. Ce modèle a été conforté par des études empiriques dont notamment celles de Long (1980) ; Tannenbaum (1983) ; Buchko (1992b ; 1993) et Pendleton et al. (1998).

Enfin, nous trouvons le modèle de *la satisfaction intrinsèque*. Il implique que l'actionnariat salarié en soi augmente l'implication organisationnelle et la satisfaction des salariés envers l'organisation. Donc, le seul fait d'être actionnaire accroît l'implication organisationnelle du salarié. Ce statut crée un intérêt commun et accroît le sentiment d'identification à l'entreprise parmi les salariés (Long 1978a). Cette conséquence est un effet direct de l'actionnariat salarié (Tannenbaum, 1983). Les résultats des diverses études réalisées dans l'approche intrinsèque (Long, 1980 ; Rosen et al., 1986 ; Tucker et al., 1989 ; Buchko, 1992b ; Pendleton, 1998 ; Keef, 1998 ; Trewhitt, 2000 ; Pendleton et al., 2001...) n'ont pas dans l'ensemble corroboré la thèse selon laquelle l'actionnariat salarié en soi conduit à des changements attitudeaux positifs ; bien que certaines études tendent à le corroborer¹⁰² (Long, 1980 ; Tucker et al., 1989 ; Pendleton et al., 1998).

Par opposition à ces différents motifs et raisons de l'actionnariat salarié, nous exposons dans ce qui suit les divers éléments qui peuvent amener à renoncer ou à décourager la mise en pratique de ce dispositif.

¹⁰² Le problème du test de ce modèle semble provenir de la difficulté d'isoler les éléments d'ordre instrumental et/ou d'ordre extrinsèque.

3- Éléments dissuasifs

La littérature relève certains éléments pouvant être considérés comme dissuasifs quant à l'adoption des plans d'actionnariat salarié. Nous présentons dans ce qui suit, le problème du « *free riding* », les risques supportés par les salariés, la dilution du capital des actionnaires, la réduction du contrôle des cadres, les coûts de mise en place et le risque d'espoirs bafoués aussi bien pour la direction de l'entreprise que pour les salariés.

- **Problème du « *free riding* » ou le problème « 1/N »**

L'actionnariat salarié est un mécanisme d'incitation de nature collective. Il s'appuie sur une mesure globale de la performance d'une entreprise, sans tenir compte de l'effort individuel fourni par chacun de ses employés.

En effet, dans le cadre d'un mécanisme d'incitation collectif, « *la performance du groupe dans son ensemble détermine le montant total de l'incitation, qui est ensuite réparti entre les membres du groupe selon des modalités qui ne dépendent pas de la performance individuelle* » (Milgrom et Roberts, 1992).

De ce fait, la principale critique adressée à l'actionnariat salarié, mécanisme d'incitation collectif, repose sur la tendance qu'il aurait à favoriser les comportements de passager clandestin (ou *free riding*). Le *free rider* profite d'une partie de l'enrichissement produit par les efforts des autres bénéficiaires sans pour autant modifier son comportement opportuniste¹⁰³. Ils sont encouragés à tirer au flanc et à resquiller, ce qui ferait baisser la productivité. Mais selon les résultats d'autres études théoriques et empiriques¹⁰⁴, ces aspects négatifs seraient plus que compensés par l'amélioration du comportement coopératif et du travail d'équipe résultant de la participation financière.

- **Risques pour les salariés**

Dans le cas de l'actionnariat salarié, ce n'est pas uniquement le revenu des salariés qui court un risque mais également leurs économies. En effet, l'actionnariat salarié implique un risque plus grand que les autres options d'investissement parce que, dans une large mesure, il n'est pas diversifié.

¹⁰³ La littérature économique évoque le problème du *free riding* sous la dénomination de « problème 1/N ».

¹⁰⁴ Notamment celle d'Artus, Legendre et Morin (1991).

- **Dilution du capital des actionnaires**

Le capital par action des actionnaires souffre d'une dilution, lorsqu'une entreprise offre des actions nouvellement émises à ses salariés. En théorie, cette dilution peut être compensée si l'entreprise augmente sa productivité et sa rentabilité du fait de la plus grande motivation de son personnel et de l'augmentation du fonds de roulement (Chang, 1990 ; Jones et Kato, 1995 ; Sesil et al., 2000).

- **réduction du contrôle des cadres**

Un transfert significatif du pouvoir de décision de la direction aux salariés est quasi impossible dans la majorité des systèmes d'actionnariat salarié. Cependant, En fonction de la structure du plan, il est possible que la direction perde un certain contrôle à condition que les salariés (et leurs représentants) deviennent des actionnaires plus importants.

- **Coûts de mise en pratique**

Les frais subis par une entreprise pour concevoir et mettre en pratique un plan d'actionnariat salarié peuvent être considérables et il faut y ajouter les coûts continus pour le personnel administratif et les programmes de communication.

- **Risque de frustration des attentes**

Si la direction de l'entreprise met en place un plan d'actionnariat salarié au sein de l'entreprise en croyant que le plan seul va engendrer une plus grande productivité et rentabilité, elle sera incontestablement déçue par les résultats.

Du point de vue du travailleur, l'actionnariat salarié peut produire l'espoir de jouer un plus grand rôle dans la prise de décision qui émane naturellement de la détention d'actions. La frustration et la non satisfaction des salariés pourraient surgir si ces espoirs ne sont pas réalisés, et l'actionnariat pourrait de ce fait avoir un impact négatif sur la productivité et la rentabilité.

Conclusion de la section

L'actionnariat salarié est l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés (Desbrières, 2002). C'est un dispositif permettant aux salariés d'accéder au capital de leur entreprise à des conditions préférentielles dans le cadre des dispositifs de l'épargne salariale.

En France, ce dispositif constitue une démarche générale, bien répandue et commune à toutes les catégories de sociétés. Un tel développement est soutenu certes par une législation favorable qui ne cesse d'encourager l'adoption de ce mécanisme au sein des entreprises françaises.

Au niveau de cette première section, nous nous sommes d'abord intéressés à l'étude de l'expérience française en matière d'actionnariat salarié. Nous avons alors présenté l'évolution du cadre juridique, puis les différentes modalités ou formes de la détention d'actions par les salariés. En France, associer « capital » et « travail » n'a pas été chose aisée d'un point de vue juridique. De nombreuses réformes ont été nécessaires pour permettre la mise en œuvre d'un dispositif unifié. C'est chose faite depuis l'entrée en vigueur de la loi de février 2001. Cette dernière favorise clairement la participation financière des salariés au capital de leur entreprise grâce à une fiscalité avantageuse. On peut considérer que l'actionnariat salarié peut prendre diverses formes. Tout d'abord, un salarié peut devenir actionnaire de son entreprise en acquérant directement des actions sur le marché. Par ailleurs, il peut souscrire des parts d'OPCVM (FCPE ou SICAV d'actionnariat salarié) investies en actions de son entreprise dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise (PEE) ou d'un plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV).

Ensuite et dans un second volet, nous avons pu analyser les différentes raisons ou motifs de la mise en pratique des plans d'actionnariat salarié avancés par la littérature, ainsi que les éléments dissuasifs qu'y se rattachent. Se basant sur les avantages que peuvent en attendre les salariés et les entreprises, les motifs portent principalement sur l'augmentation de la performance organisationnelle et/ou financière, la motivation des salariés et les avantages fiscaux. Cependant, d'aucuns incluent des raisons plus négatives ou défensives motivant l'adoption de l'actionnariat salarié par les entreprises, telles que décourager la syndicalisation

(Kruse, 1993), se défendre contre un rachat ou une prise de contrôle ou financer des entreprises en difficulté.

De manière générale, l'actionnariat salarié est censé créer une situation gagnant-gagnant pour l'entreprise et les salariés. Des arguments plaident en faveur de l'actionnariat salarié aussi bien du côté des dirigeants que des salariés. En effet, nous remarquons que ce dispositif est recommandé pour des avantages profitant *a priori* aux travailleurs mais qui bénéficient aussi *in fine* à l'entreprise. En suscitant leur motivation, les actionnaires salariés permettent d'accroître la productivité de leur entreprise et par conséquent sa performance.

Par opposition aux motifs et raisons de l'actionnariat salarié, la littérature relève certains éléments pouvant être considérés comme dissuasifs quant à l'adoption des plans d'actionnariat salarié. Il s'agit essentiellement du problème du « *free riding* », des risques supportés par les salariés, de la dilution du capital des actionnaires, de la perte du contrôle des cadres, des coûts de mise en place de ce dispositif et du risque de frustration des attentes aussi bien pour la direction de l'entreprise que pour les salariés.

Dans ce qui suit et au niveau de la seconde section du présent chapitre, nous envisageons d'étudier la place et le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises.

SECTION II : L'actionnariat salarié dans le cadre de la gouvernance des entreprises

Afin d'examiner le rôle de l'actionnariat salarié dans le cadre de la gouvernance des entreprises, nous essayons d'une part d'analyser la relation entre les actionnaires salariés et les dirigeants à travers le prisme des conflits de pouvoir entre les acteurs internes et/ou les acteurs externes ; et d'autre part d'étudier le rôle de l'actionnariat salarié dans la *corporate governance* à travers deux volets différents à savoir, la représentation des salariés au conseil d'administration ou de surveillance et l'instauration d'un climat de confiance.

I- Actionnaires salariés et dirigeants : entre relation d'agence et conflits de pouvoir

La distinction entre « capital » et « travail » est à l'origine de nombreux développements de la pensée politique contemporaine. Loin de promettre une fin de l'histoire qui consacrerait cette opposition séculaire entre « capital » et « travail », certains mécanismes tendraient à les réconcilier. Transférer une partie de la propriété du capital aux salariés est sans doute la forme la plus radicale de mêler les deux facteurs de production. L'actionnariat salarié (ou populaire) incarne ce qu'il conviendrait pour certains d'appeler une alliance contre nature¹⁰⁵. Du moins en théorie, cet actionnariat paraît un moyen de faire évoluer le salarié d'une attitude de conflit à une mentalité d'associé (Balley, 2003).

Dans ce qui suit, nous exposons l'explication fournie par la théorie de l'agence quant à la relation entre « salariés actionnaires » et « dirigeants » sous le double signe de la gouvernance actionnariale et de la gouvernance partenariale. Nous traitons ensuite du pouvoir comme facteur d'influence, se trouvant au centre de la relation.

¹⁰⁵ L'actionnariat salarié suscite en effet la controverse et la réaffirmation des positions idéologiques. Les syndicats français sont loin d'être unanimes concernant l'usage de l'actionnariat salarié (Voir notamment Marc Blondel, « Toute association des salariés à l'actionnariat est un leurre », *Le Monde*, 1 août 2002).

1- La théorie de l'agence

Si la théorie de l'agence s'est principalement focalisée sur la relation entre dirigeants et actionnaires, elle a aussi vocation à s'appliquer à l'étude des relations de la firme avec les autres acteurs économiques qui contribuent à son existence et à son fonctionnement, au premier rang desquels les travailleurs (Autenne, 2000). La relation d'agence émergeant entre les dirigeants et les salariés connaît deux acceptions différentes, voire opposées. Elles diffèrent selon qu'il s'agisse de l'approche actionnariale ou partenariale de la gouvernance des entreprises.

A- La relation d'agence dans le cadre de la gouvernance actionnariale

Dans le cadre de l'approche traditionnelle et financière de la gouvernance, l'actionnariat salarié se justifie par la relation d'agence, dans son *acception classique*, entre les salariés et les dirigeants (Desbrières, 2002). En effet, séparer la fonction de décision (déléguée aux dirigeants par les actionnaires) de la fonction de mise en œuvre (confiée aux salariés) est une illustration de la relation d'agence liant le principal (ou mandant) avec l'agent (ou mandataire). Dans cette illustration, le principal (le dirigeant) veut 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 sa part, ce dernier s'engage à agir conformément aux intérêts du principal.

Cependant, une relation d'agence devient conflictuelle en cas de divergence d'intérêts entre le principal et l'agent, et d'imparfaite observabilité des coûts d'établissement et d'exécution des contrats. Les conflits opposant dirigeants et salariés proviennent fondamentalement du caractère incomplet des contrats (Desbrières, 2002 ; Caby et Hirigoyen, 2001) et de la tendance que chacun a à privilégier son propre intérêt. Notamment, les salariés peuvent adopter des comportements allant à l'encontre des intérêts des dirigeants et actionnaires (par exemple, la réduction des efforts individuels) et ce afin de compenser le caractère non diversifiable de leur investissement en capital humain (Desbrières, 2002).

Pour limiter les sources de conflits, pouvant engendrer des pertes de qualité, de productivité et de performance ; et assurer la convergence des intérêts des salariés avec ceux des dirigeants et actionnaires (sous l'hypothèse que les intérêts des dirigeants et des actionnaires sont

confondus) des mécanismes d'incitation et de contrôle peuvent être mises en place, dont notamment l'actionnariat salarié.

Dans ce cadre, on trouve Long (1980), Desbrières (1991 ; 2002) et Gamble et al. (2002) qui estiment que l'actionnariat salarié permettrait de réduire les *coûts d'agence* en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires. L'idée est que la détention d'actions par les salariés aligne leurs intérêts avec ceux des actionnaires externes et constitue, par conséquent, un mécanisme d'incitation contribuant à réaliser l'objectif de la firme à savoir, la maximisation de la valeur des fonds propres ou la valeur actionnariale (*shareholder value*). En outre, cette détention peut conférer aux salariés actionnaires certains droits de contrôle pouvant servir à renforcer le gouvernement d'entreprise dans sa dimension actionnariale. Dans ce sens, Bompont et Marois (2004, p. 56) précisent-ils que « *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* ».

B- La relation d'agence dans le cadre de la gouvernance partenariale

Comme nous l'avons déjà indiqué au niveau du premier chapitre, cette approche traditionnelle de la gouvernance, considérée comme trop restrictive, a été contestée par les auteurs appartenant au courant qu'on peut qualifier de *stakeholder capitalism*. En effet, plusieurs auteurs (Freeman, 1984 ; Garvey et Swan, 1994 ; Clarkson, 1995 ; Tiras, Ruf et Brown, 1997 ; Charreaux, 1997 ; Hirigoyen, 1997 ; Sauser, 2009 et autres) ont adopté une vision plurielle de la firme où les intérêts de l'ensemble de ses partenaires sont réellement pris en considération ; et où encore la notion de *créancier résiduel* n'est plus un attribut exclusif des actionnaires mais qui peut être élargie à d'autres partenaires, en particulier les salariés (Blair, 1995).

La reconnaissance du rôle important des différents partenaires, notamment les salariés¹⁰⁶, a conduit automatiquement à une remise en cause de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale au profit d'une conception partenariale appelant à assurer un équilibre entre les différents partenaires ; l'arbitrage revient toutefois au dirigeant. Dans cet esprit, Hill et Jones (1992) avancent une « *théorie de l'agence élargie* » ou « *généralisée* » où tous les partenaires sont explicitement pris en compte ; tandis que Laffont et Martimort (1997) considèrent la

¹⁰⁶ « The global economy will succeed when employees feel a stake in the business » (Saucer, 2009, p 151)

firmes comme étant un ensemble de contrats multilatéraux entre chaque stakeholder (ou « principal ») et le dirigeant (ou « agent commun »).

A priori, dans le cadre de cette nouvelle approche de gouvernance, le positionnement de l'actionnariat salarié se justifie également par la relation d'agence existant entre salariés et dirigeants. Cependant, cette relation d'agence se présente avec une *seconde acception*, très différente de la première déjà présentée au niveau de l'approche traditionnelle, dans laquelle on peut voir les salariés « louer » leur capital humain spécifique (qui est de nature risquée, Blair 1997) aux dirigeants, et perçoivent en contrepartie une quasi-rente (Rottenberg, 1962).

Le schéma conceptuel traditionnel de la relation d'agence est donc inversé : le salarié n'est plus considéré comme l'« agent » de la relation contractuelle qu'il entretient avec la firme, mais plutôt le « principal ».

Cependant et du fait toujours de l'incomplétude des contrats, des conflits opposant salariés et dirigeants peuvent émerger de cette relation contractuelle. En effet, les salariés courent des risques au titre de leur capital humain spécifique.¹⁰⁷ Blair (1997) présente de manière précise ces risques et en distingue deux types :

- le risque que la rente et les quasi-rentes générées par le capital humain spécifique soient expropriées ex post par les autres partenaires, principalement les dirigeants et les actionnaires ; et
- le risque que la valeur actuelle du capital humain spécifique fluctue à l'avenir, soit parce que les compétences ne seraient plus utiles à la firme, soit parce que la firme ne générerait plus autant de rentes.

Si, d'une manière ou d'une autre, ce risque n'est pas réduit ou rémunéré, l'incitation à développer le capital humain spécifique disparaît, ce qui est nuisible et dommageable à l'ensemble des parties prenantes. En effet, l'importance du capital humain est de plus en plus soulignée par les chercheurs et les praticiens comme étant la caractéristique essentielle des entreprises du 21^{ème} siècle. Une partie de la valeur créée par l'entreprise fait appel certes au capital intellectuel, social et culturel possédé et exploité par les salariés. Il paraît donc que la

¹⁰⁷ Nous pouvons avancer, dans ce cadre, que le problème d'agence émergeant entre « dirigeants » et « salariés » provient de la séparation entre les fonctions de « prise de risque » et de « décision ».

participation des salariés au gouvernement de l'entreprise est une nécessité qui traduit l'évolution de la création de valeur dans l'entreprise.

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

L'idée est que la détention d'actions par le salarié lui confère certains droits de contrôle qui peut exercer, en tant que « principal » dans sa relation d'agence, sur le dirigeant, « agent » de la même relation. Un tel contrôle protège les investissements en capital humain spécifique et, par conséquent, encourage leur développement. De surcroît, cette détention permet l'alignement des intérêts des salariés et des actionnaires externes, ce qui peut favoriser l'instauration d'un régime de confiance dans l'organisation (Charreaux, 1998 ; Poulain-Rehm, 2006) et le développement d'une coopération entre les parties prenantes (Aoki, 1984 ; Marens et al., 1999). De telles conséquences contribuent certes à la réalisation de l'objectif de la firme dans sa nouvelle conception partenariale, à savoir, maximiser la création de la valeur partenariale (*stakeholders value*) tout en assurant l'équilibre entre les différentes parties prenantes (Fama, 1980 ; Blair, 1996 ; Hirigoyen, 1997).

Ainsi, l'actionnariat salarié paraît jouer un rôle important tant pour résoudre les conflits entre les salariés (apporteurs de facteur travail) et les actionnaires (et dirigeants, sous l'hypothèse d'intérêts confondus) que pour la métamorphose des jeux de pouvoir internes qu'il permet.

Desbrières (1991) précise dans ce cadre, que le système français d'actionnariat des salariés est particulièrement bien adapté à la résolution des conflits d'agence entre actionnaires et salariés ; l'actionnariat salarié est alors perçu tel un « *facteur clé d'intégration des individus dans l'organisation* ».

2- Le « pouvoir »... au centre de la relation

À ce niveau, on peut se poser la question suivante : « *L'actionnariat des salariés modifie-t-il les jeux de pouvoir au sein de la firme ?* ».

Originellement, les actionnaires salariés semblent liés au dirigeant par une relation de dépendance hiérarchique. En fait, en tant que salariés de la firme, ils sont hiérarchiquement dépendants du dirigeant. En devenant détenteur d'une fraction, même minime, de son capital, le salarié s'identifie plus fortement à son entreprise. Ainsi, Hirigoyen (1997) avance que l'actionnariat salarié réalise un certain équilibre entre le lien de subordination et la situation de propriétaire.

Nous traitons, dans ce qui suit, des jeux de pouvoir « classiques » entre les positions patronales et les positions salariales afin de mieux cerner les règles informelles et formelles régissant la relation entre « dirigeants » et « salariés ». Par la suite, nous envisageons montrer la position occupée par les salariés devenus actionnaires à travers l'approche de Cyert et March (1963) qui tend à considérer l'organisation comme une coalition d'individus.

A- Les jeux de pouvoir entre « dirigeants » et « salariés »

Se basant sur les travaux de Pierre (1997) et s'intéressant aux jeux de pouvoir formels et informels au sein de l'organisation, nous dégageons un intéressant panorama de l'imbrication des conflits explicites et implicites résultant de la coexistence du formel et de l'informel dans le processus d'influence entre acteurs, plus particulièrement entre « dirigeants » et « salariés ».

À cet égard, Pierre (1997) montre les différentes formes de stratégies entreprises distinctement par les positions patronales (dirigeants) et par les positions salariales.

En effet, les dirigeants disposent d'un pouvoir explicite, via « l'affirmation de leur autorité » et le « recours aux procédures et à la rationalisation », et d'un pouvoir implicite de persuasion :

- Quant à leur pouvoir explicite, « *l'affirmation de leur autorité* » conduit à une lisibilité des lignes de commandement suffisamment claire pour déclencher des mécanismes de contre-pouvoir, notamment si les acteurs perçoivent les contributions qui leur sont explicitement demandées sans aucune mesure avec les rétributions qu'ils pensent pouvoir tirer de l'organisation. La firme étant une institution politique, le manager

exercera alors explicitement une autorité dans un contexte où les débats, conflits, et divergences de vues ont droit à l'expression. Pour le « *recours aux procédures et à la rationalisation*¹⁰⁸ » tels que les procédures et normes de qualités, Pierre (1997) se réfère à Rousseau et Warnotte (1994) qui évoquent l'ambiguïté du nouveau concept de « qualité totale ». Á travers ce concept, se dissimulent, selon ces auteurs, de fortes contraintes émanant de la direction.

- Quant au pouvoir implicite des dirigeants, Pierre (1997) cite la « *persuasion sous forme de tendance psychologisante*¹⁰⁹ de la motivation ». C'est une tendance marquée par la prise en compte de stimuli affectifs qui ont remplacé les stimuli purement économiques afin de modifier la vision d'un individu jusque là considéré comme passif et non responsabilisé. L'auteur distingue aussi la « *persuasion à travers la mobilisation culturelle des salariés* ». Cette persuasion s'accomplit à travers différents leviers tels que :
 - * le concept de « culture d'entreprise » qui peut être source de manipulation de la part des managers comme le souligne Floris (1996)¹¹⁰.
 - * la participation ou la consultation des salariés peut représenter un moyen de renforcer leur dépendance au patron (Mothe-Gautrat, 1986).
 - * la gestion de compétences qui peut, selon Pierre (1997), porter en elle le risque d'une dépossession du salarié, via l'isolement dans les jeux de pouvoir et l'atomisation du collectif salarié.

Á ces pouvoirs, explicites et implicites, correspondent respectivement des contre-pouvoirs salariaux explicites, sous forme de « solidarité ouvrière », et implicites, sous forme de comportement de « rejet pur et dur » ou d' « adoption calculatoire » :

- Face aux agressions patronales directes et explicites, des contre-pouvoirs salariaux explicites se sont souvent clairement affichés. C'est notamment le cas de « *solidarité ouvrière* » se manifestant par exemple par des grèves.

¹⁰⁸ La rationalisation utilise alors l'ensemble des possibilités qu'offrent les techniques (ordinateurs, possibilités croissantes de robotisation...) pour supprimer les contraintes humaines.

¹⁰⁹ Cette approche est notamment définie par l'ensemble des tentatives, de l'école des relations humaines, d'amélioration du climat social et d'un management axé sur l'affectif et le participatif.

¹¹⁰ « La communication manipulatrice atteint ses sommets les plus hauts quand les valeurs managériales sont assimilées à la culture de la firme sur laquelle doivent se calquer ».

- Le pouvoir implicite des dirigeants va engendrer, selon les entreprises et selon les époques, des réactions salariales allant du « *rejet pur et sur* » jusqu'à l' « *adoption calculatoire* ». À cet égard, Pierre (1997) présente quelques exemples, à savoir :
 - * une politique d'intégration des salariés peut se voir rejeter par ces derniers. L'auteur précise qu'un salarié peut faire preuve d'une certaine habileté pour tirer « son épingle du jeu » quand les stratégies relationnelles auraient tendance à trop violer sa liberté de manœuvre.
 - * les politiques actuelles de mobilisation culturelle et participative peuvent révéler un comportement de prudence et de patience « calculatrices » de la part des salariés. L'auteur souligne toutefois que le salarié n'opère pas toujours de savants calculs pour décider de sa marge de manœuvre mais qu'il peut simplement manifester un comportement opportuniste spontané.

Suite à cet intéressant panorama de l'imbrication des conflits explicites et implicites, Pierre (1997) se prononce sur l'utilité de reconsidérer la logique organisationnelle régissant la relation entre « dirigeants » et « salariés ». Selon Ring et Van de Ven (1994), la logique organisationnelle de la direction de l'entreprise serait en mesure de privilégier une dynamique de coopération entre ces acteurs et d'éviter les conflits de pouvoir possibles entre eux.

Nous examinons à présent la relation entre « salariés actionnaires » et « dirigeants ».

B- L'analyse du pouvoir du « salarié actionnaire »

En théorie, une nouvelle relation est censée se créer entre « dirigeants » et « actionnaires salariés » puisque ces derniers (censés être contrôlés par les dirigeants) peuvent être en mesure de contrôler les dirigeants, en devenant « propriétaires » de l'entreprise (au moins pour partie). Une nouvelle relation est supposée alors se créer entre « salariés actionnaires » et « dirigeants » en plaçant au cœur de cette nouvelle configuration la question du pouvoir.

b₁. Participation aux décisions et pouvoir

Locke et al. (1997) rappellent que la participation à la prise de décisions est une prise de décision jointe, partagée entre supérieur et subordonné. C'est donc un processus au cœur duquel le pouvoir est partagé entre des individus qui sont hiérarchiquement inégaux.

Selon Schweiger et al. (1979), la plupart des salariés subordonnés montrent peu de volonté pour participer aux décisions ; ceux qui veulent plus de participation cherchent à être impliqués dans des décisions concernant leur environnement de travail.

Par ailleurs et selon Simon (1991), une participation au moins formelle dans les décisions est une condition de leur acceptation ; plus on a le sentiment de prendre part aux décisions, moins les différences de pouvoir apparaissent latentes dans l'organisation, et plus forte est la tendance à s'identifier à l'organisation.

Donc, l'accès à certaines phases du processus de décision constitue l'un des modes d'exercice du pouvoir. Nous pouvons ainsi suggérer que les salariés actionnaires utiliseraient le pouvoir auquel ils peuvent prétendre (du fait de leur statut d'actionnaire) pour intervenir dans le processus de prise de décision, du moins de manière formelle. Le pouvoir est conçu alors comme un moyen pour les individus de poursuivre leurs propres intérêts (Hickson et al., 1981).

b2. Les salariés actionnaires...à l'interface de la coalition interne et de la coalition externe de l'organisation

S'appuyant sur la critique énoncée par Simon (1959) de la rationalité économique en tant qu'explication de la prise de décision, Cyert et March (1963) ont suggéré l'idée de concevoir l'organisation comme étant une coalition¹¹¹ interactive de différents groupes d'individus aux objectifs et aux préférences conflictuels. Donc, ce conflit peut porter sur les objectifs ou sur les relations entre les actions entreprises et les résultats escomptés.

Selon Montmorillon (de) et Pitol-Belin (1995), la priorité attribuée à « *un objectif particulier dépend du pouvoir du groupe auquel il est associé et on assiste à une hiérarchie changeante des objectifs en fonction de l'évolution de la distribution du pouvoir à l'intérieur de la firme* ». Or ces deux auteurs considèrent que l'évolution de la distribution du pouvoir à l'intérieur de la firme semble dépendre d'une part de l'importance des parties prenantes aussi bien internes qu'externes, de leur degré de revendication de ce pouvoir, et de la personnalité des détenteurs du pouvoir.

¹¹¹ Cyert et March (1963) définissent la coalition comme étant un « groupe de personnes qui négocient entre elles pour déterminer une certaine répartition de pouvoir organisationnel ».

À cet égard, Mintzberg (1986) analyse « la structure et les jeux de pouvoir à l'intérieur et à l'entour des organisations ». Selon lui, les attitudes dans une organisation correspondent à un jeu du pouvoir dans lequel différents joueurs, appelés les « détenteurs d'influence », cherchent à contrôler les décisions et les actions des entreprises.

Reprenant l'analyse de Hirschman (1980), l'auteur considère que, pour peu qu'il choisisse de s'exprimer (stratégie du type *voice*), n'importe quel membre de l'organisation devient un détenteur d'influence. Alors que pour ceux qui préfèrent la loyauté plutôt que la protestation, ils choisissent de ne pas participer en tant que détenteurs d'influence actifs et de soutenir d'une manière implicite la structure de pouvoir existant.

Se référant toujours aux travaux de Mintzberg (1986), l'organisation est représentée par une coalition d'individus. L'auteur distingue la coalition interne de la coalition externe.

La coalition externe comprend plusieurs groupes de détenteurs d'influence : les propriétaires, les associés, les regroupements de salariés (syndicats), les autres composantes de la société (pouvoirs publics, collectivités...) et les administrateurs ; la coalition interne comporte quant à elle, le président directeur général, les salariés ainsi que l'ensemble des croyances partagées par ces détenteurs d'influence internes.

Nous notons alors la position particulière et spécifique du salarié actionnaire de son entreprise : en tant que salarié, il appartient à la coalition interne, mais en tant que propriétaire de celle-ci, il relève de la coalition externe. Avec cette position bien particulière, deux visions opposées sont envisageables :

- Dans la mesure où la coalition interne dépend notamment des jeux de pouvoir entre les acteurs internes, les salariés actionnaires pourraient choisir d'adhérer à cette coalition aux dépens des intérêts de la coalition externe s'ils estimaient leurs objectifs privilégiés. Le dirigeant (ou PDG) peut ainsi privilégier une relation gouvernée par la confiance et avantager les salariés actionnaires en adoptant une stratégie de coopération afin de renforcer leur appartenance interne. Il gagnerait alors le soutien d'une partie des « propriétaires », ce qui peut lui permettre d'asseoir son pouvoir d'influence. Cette première vision envisage alors l'actionnariat salarié uniquement comme « *une fraction amicale du capital* » (Gamble, 2000) docile et sous contrôle, jouant le rôle d'une arme anti-OPA et facilitant ainsi l'enracinement des dirigeants.

- Toutefois, en cas d'insatisfaction des salariés actionnaires et de conflits de pouvoir entre eux et leur dirigeant, ces premiers peuvent être tentés de se rallier à des détenteurs de pouvoir d'influence externes et renforcer ainsi la coalition externe. Cette situation pourrait alors renforcer l'efficacité du gouvernement d'entreprise en permettant un meilleur contrôle de l'action des dirigeants. L'effet majeur de l'actionnariat salarié est que « tout le monde tire dans le même sens ». Il y a moins de phénomènes de « passager clandestin », qui profite du travail effectué par les autres. Il y a création de buts communs qui sont partagés par tous et donc pas de problème d'hétérogénéité des objectifs et des préférences.

Au final, en revenant sur la question du pouvoir, celui des salariés actionnaires va se mesurer par leur capacité à influencer les décisions prises en assemblée générale et en conseil d'administration mais dépendra également de la nature des relations qu'ils entretiendront avec les dirigeants. Les salariés actionnaires ont donc bien un pouvoir potentiel qui peut faire évoluer l'entreprise vers une organisation plus participative et plus performante, ou bien offrir une protection supplémentaire aux dirigeants par rapport à l'évaluation du marché et ses mécanismes de sanction afférents.

Afin de mieux cerner le pouvoir dont disposent les actionnaires salariés et de mieux comprendre la position qu'ils occupent, nous traiterons dans ce qui suit le rôle de l'actionnariat salarié dans la *corporate governance*.

II- Rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises

La théorie de l'agence a été mobilisée afin de concevoir des moyens visant à minimiser les coûts d'agence émanant de la divergence entre les intérêts du principal et de son (ou ses) agent(s) (charreaux, 1997). Cette théorie a imaginé des mécanismes de contrôle et d'incitation visant à aligner les intérêts des deux. Elle considère ainsi que l'actionnariat salarié est un mode de résolution privilégié des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants ; et dans une moindre mesure avec l'ensemble des salariés (Dondi, 1992). L'actionnariat salarié semble favoriser l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des autres « *stockholders* » (Pugh et al., 1999 ; Gamble, 2000).

Poulain-Rehm (2006) note que le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises est susceptible de s'exercer à un double niveau : de manière formelle, par la participation des salariés actionnaires aux instances de représentation et de décision de la firme ; de manière informelle, aussi, par l'instauration d'un régime de confiance.

1- La participation aux instances de représentation et de décision de la firme

Étant considérés comme des « *stakeholders* » dans l'entreprise, les salariés actionnaires disposent théoriquement des mêmes droits que tous les autres actionnaires. Les salariés actionnaires sont en mesure alors de contrôler les dirigeants.

En devenant actionnaires, les salariés acquièrent une légitimité supplémentaire pour contrôler les dirigeants. Ils ne sont plus contrôleurs au titre du travail qu'ils fournissent aux dirigeants, mais bien plus puisqu'ils défendent les titres qu'ils détiennent en tant qu'apporteurs de capitaux.

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

Dans ce cadre, Desbrières (2002) note que les salariés actionnaires ont ainsi la possibilité d'exercer un contrôle actif des dirigeants et que leur motivation à ce contrôle est une fonction croissante de leur investissement spécifique à la firme, tant en capital humain qu'en actions.

L'auteur précise encore que parmi leurs prérogatives, les actionnaires salariés participent, avec les autres actionnaires réunis en assemblées générales ordinaires¹¹², à l'élection des

¹¹² « et ce individuellement et directement ou *via* le FCPE qui regroupe leurs actions ou l'association d'actionnaires qui les représentent »(Desbrières, 2002)

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

A- Les avantages de la participation des actionnaires salariés au conseil

Face au constat actuel de pression croissante des règles de gouvernance et de transparence, nous observons un certain consensus pour reconnaître que les conseils d'administration sont d'autant plus efficaces et légitimes que les points de vue représentés lors des débats sont riches et diversifiés. Les administrateurs salariés pourraient donc faire partie de cette promotion de la diversité comme le sont les administrateurs indépendants.

À cet égard, il est important de noter que l'un des principaux aspects de cette complexité grandissante est l'évolution et la préservation du capital humain. Ce dernier est devenu aussi fluide que le capital financier. Il nécessite alors un suivi spécifique notamment dans les entreprises qui ne peuvent réussir sans les Hommes qui la composent. Donc, nous pouvons avancer qu'en qualité d'administrateurs désignés par l'assemblée générale ordinaire, les salariés actionnaires disposent d'une position adaptée pour veiller à la défense de leurs intérêts et notamment à la protection de leurs investissements spécifiques à la firme. En effet, Desbrières (1997b) considère que la participation au conseil d'administration ou de surveillance permet aux salariés de protéger leur investissement en capital humain spécifique à la firme et conduit à une amélioration de leur satisfaction, implication et productivité. Elle permet également l'accélération du processus d'innovation et l'augmentation de la qualité (Smith, 1991 ; Blair et Roe, 1999)¹¹³.

De surcroît, et du fait de leur statut d'actionnaire, la présence des salariés actionnaires au conseil leur accorde un avantage informationnel supplémentaire. Ils ont ainsi la possibilité de cumuler les informations dont ils disposent en tant que salariés ; ils profitent de leur droit à l'information¹¹⁴ en tant qu'actionnaires et ils bénéficient d'une troisième source d'information (conseil) qui représente un lieu stratégique d'échange d'informations entre tous les administrateurs.

¹¹³ cité par Desbrières (2002).

¹¹⁴ « En Droit français, tout actionnaire peut ainsi se faire communiquer différents documents sur la gestion des affaires sociales et sur la vie sociale en général, dans la mesure où ces informations sont compatibles avec le secret des affaires. Il peut aussi poser par écrit des questions auxquelles le CA (ou le directoire) sera tenu de répondre lors de la prochaine assemblée. » (Desbrières, 1997 ; p. 406)

Ainsi, la représentation des salariés leur permet de partager des informations importantes (Aoki, 1984 ; Williamson, 1985). De telles informations peuvent s'avérer essentielles pour faciliter les négociations collectives, notamment dans les périodes de conjoncture difficile pour l'entreprise, sources d'efforts accrus, voire de sacrifices pour eux (Desbrières, 1997b).

Smith (1991) estime, quant à lui, que la participation institutionnelle des employés dans les conseils d'administration ou de surveillance permet de réduire l'asymétrie d'information supportée par les actionnaires externes, ce qui contraindrait les dirigeants à renoncer à certains comportements opportunistes¹¹⁵. En effet, l'auteur précise que cette participation concourt à limiter :

- * la propension qu'ont les dirigeants à s'auto désigner comme étant la principale source de productivité et d'innovation dans l'organisation, et à justifier ainsi l'accroissement de leur rémunération et l'obtention d'avantages au détriment de la richesse des salariés et des actionnaires ;
- * les conflits provenant des divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants, l'âge moyen des salariés étant inférieur à celui des dirigeants et leur espérance de durée de vie dans la firme étant en général supérieur ; et
- * la dissimulation ou la manipulation d'informations spécifiques par les dirigeants concernant leurs décisions, leur niveau de compétence et d'effort.

En outre et en se référant à Hirschmann (1980), Desbrières (1997b) souligne que la participation aux instances de représentation et de décision non seulement introduit des possibilités de prise de parole des employés, ce qui favorise la stabilité de la coalition, mais contribue également à donner un caractère préventif au système de gouvernement d'entreprise et à décourager les tentatives de collusion entre « dirigeants » et « administrateurs externes ».

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

¹¹⁵ Á ce niveau et à la manière de Desbrières (2002), nous notons que l'efficacité du contrôle exercé par les salariés actionnaires est fondamentalement subordonnée par leur degré d'indépendance vis-à-vis des dirigeants. Tel n'est pas le cas lorsque par exemple, la majorité des salariés envoient leurs droits de vote aux dirigeants de la firme.

contribue à réduire le différentiel de pouvoir entre les dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise, favorisant ainsi l'émergence d'une coalition coopérative.

Ces avantages, avancés par les différents auteurs, de la participation des salariés au conseil ont été affermis par une étude réalisée récemment par l'institut français des administrateurs (IFA) avec la collaboration d'Ernst & Young, société d'avocats¹¹⁶. Cette étude a montré une contribution et une valeur ajoutée reconnues aux administrateurs salariés. Globalement, les principaux avantages reconnus à la présence d'administrateurs salariés sont la représentativité du capital humain au sein des débats du conseil (48%)¹¹⁷, une meilleure information des salariés sur les choix stratégiques (45%), et une meilleure prise en compte des réalités concrètes de l'entreprise par le conseil d'administration (35%).

Bien que la participation de salariés actionnaires au conseil présente des avantages, elle peut néanmoins et selon certains auteurs, présenter certains risques et inconvénients.

B- Les risques de la participation des actionnaires salariés au conseil

Jensen et Meckling (1979) estiment que la représentation institutionnelle des salariés est source d'inefficience au même titre que les firmes autogérées, dans la mesure notamment que, où l'horizon économique des salariés diffère de celui des investissements. En outre, comme le souligne Desbrières (2002), lorsqu'ils siègent au conseil, il n'est pas certain que l'information qu'ils vont obtenir soit appréciée de manière adéquate par les salariés ou ne soit pas détournée, utilisée, de manière à influencer les transactions afin de satisfaire leurs propres intérêts, ou ceux de l'ensemble des salariés, de la concurrence...

Dans ce cadre, l'auteur se réfère à Aoki (1984) et note que *« bien que soumis à des règles déontologiques et à une obligation de confidentialité, les administrateurs salariés peuvent très bien diffuser les informations relatives à la situation économique et financière de la firme afin d'alimenter les réflexions et négociations des syndicats en matière d'emploi, de rémunération, d'organisation du travail... Ce risque est accru lorsque ces administrateurs sont des représentants syndicaux : les informations peuvent être utilisées en dehors de la firme dans le cadre de négociations nationales ou de branche. Une représentation syndicale au conseil peut ainsi entraver la libre concurrence dans les industries. »*

¹¹⁶ Cette étude est publiée en février 2006, et est disponible auprès de l'IFA et sur www.ifa-asso.com.

¹¹⁷ C'est le pourcentage des acteurs de conseils d'administration ou de surveillance interrogés et constituant l'échantillon de l'étude. Le nombre de ces derniers s'élève à 165.

De surcroît et en se référant à Desbrières (1997a), Poulain-Rehm (2006) précise que l'intégration de salariés élus dans le conseil peut atténuer la frontière existant entre la négociation collective et le management participatif. Ceci produit certainement des effets contre-productifs : conduire, d'une part, les dirigeants à retirer certaines décisions des prérogatives du conseil et à censurer l'information divulguée dans cet organe et, d'autre part, les représentants des salariés confrontés à l'incertitude de cette démarcation à ne pas vouloir se retrouver impliqués, ni dans les délibérations du conseil, ni dans les décisions managériales. Ce qui réduit certes, très nettement le rôle de contrôle des salariés.

Toutefois, 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. Comme nous l'avons déjà mentionné, l'efficacité du contrôle exercé par les salariés actionnaires administrateurs dépend de cette indépendance. Une collusion entre salariés actionnaires et dirigeants peut nuire aussi bien au contrôle interne exercé par le conseil 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 (OPA). Cependant, pour obtenir leur soutien, les dirigeants ont tout intérêt à leur offrir des contrats implicites (promesses de promotion, avantages en nature...).

Nous avons pu constater, dans ce cadre, que l'actionnariat salarié se traduit souvent par un placement dans un FCPE « dédié »¹¹⁸. Les porteurs de parts de FCPE investis en titres de l'entreprise peuvent exercer leur droit de vote directement. L'exercice indirect du droit de vote serait ainsi considéré comme une contrepartie de la diversification du risque (Dondi, 1992). Les conseils de surveillance des FCPE sont composés de représentants des salariés porteurs de parts et de représentants de l'entreprise désignés par les dirigeants. Leurs décisions peuvent donc, être influencées par ces derniers.

D'après Desbrières (1997b), une collusion peut exister entre les dirigeants et les gestionnaires du FCPE. Aux États Unis, dans le cadre des ESOP, cette collusion est évidente puisque les gestionnaires des parts des salariés sont nommés par les dirigeants¹¹⁹. Les ESOP sont des plans d'actionnariat collectif : l'entreprise crée un fonds d'investissement qui acquiert des actions pour ses salariés. Les ressources du fonds sont constituées par des contributions de

¹¹⁸ Dont un tiers des actifs au moins est composé des titres de l'entreprise (ou de sociétés qui lui sont liées).

¹¹⁹ Une telle pratique peut se justifier par le fait que, dans ce pays, les ESOP sont largement considérés comme un outil stratégique.

l'entreprise³⁸. En outre, le fonds peut emprunter auprès d'un organisme de prêt ou de l'entreprise. À l'aide de ces ressources, le fonds acquiert des actions de l'entreprise concernée, voire d'autres actions. Les ESOP peuvent être considérés comme des sources potentielles de financement¹²⁰.

Outre la collusion possible entre dirigeants et gestionnaires des FCPE, les salariés qui détiennent des actions de leur entreprise risquent de déléguer leurs droits de vote au dirigeant de l'entreprise.

Nous référant au plan empirique, nous citons dans ce cadre l'étude de Guedri et Hollandts (2008b). Partant d'un échantillon de 152 entreprises françaises, les auteurs ont montré l'effet néfaste de la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration, et ce quelle que soit l'origine de l'administrateur « actionnaire salarié », syndicaliste ou représentant exclusif de l'association d'actionnaires salariés.

Finalement, nous nous référons une seconde fois à l'étude réalisée par l'institut français des administrateurs (IFA) avec la collaboration d'Ernst & Young, société d'avocats pour mettre l'accent sur les inconvénients exprimés. Les administrateurs interrogés dans le cadre de cette étude citent en premier lieu la limite à la franchise lors des discussions du conseil (31%), et une perte de confidentialité dans les discussions du conseil (19%).

À l'issue de cette étude, Daniel Lebègue, président de l'IFA a conclu que « (...) *les avantages de la présence d'administrateurs représentant les salariés en tant que tels et/ou en leur qualité d'actionnaires l'emportaient sans conteste sur les risques : par leur connaissance des réalités de l'entreprise, leur engagement à long terme, l'attention portée à l'importance du capital humain, leur diversité d'origine et de formation, les administrateurs salariés contribuent le plus souvent à enrichir le travail du conseil d'administration.* »¹²¹

¹²⁰ Toutefois, malgré les effets négatifs auxquels on peut s'attendre, Stulz (1988) constate que l'influence des dirigeants sur les ESOP peut contribuer à augmenter la valeur de la firme si le taux de participation des *managers* est faible.

¹²¹ Brochure produite par l'IFA (février 2006), Les administrateurs salariés : un atout pour la gouvernance des entreprises françaises, (p.2)

2- L'instauration d'un régime de confiance

Parmi les mécanismes qui déterminent la latitude managériale, Charreaux (1998) cite « la confiance » qu'il décrit comme « *un mécanisme particulier de régulation des différentes transactions qu'entretient l'entreprise avec ses différents partenaires* ». Nous retrouvons cette conception de la confiance comme mécanisme de gouvernance chez Mayer et al. (1995), selon lesquels la confiance est associée à toute transaction formelle ou non ; elle s'explique par l'incomplétude des contrats (les parties se plaçant délibérément dans une situation de vulnérabilité réciproque mais non nécessairement « équilibrée »). Les auteurs la définissent comme étant « (...) *la volonté délibérée d'être vulnérable aux actions d'une autre partie fondée sur l'espérance que celle-ci accomplira une action importante pour la partie qui accorde sa confiance, indépendamment de la capacité de cette dernière à surveiller ou contrôler l'autre partie* »¹²².

Pour Das et Teng (1998 ; 2001 ; 2004)¹²³, la confiance en tant que mode de contrôle diminue le niveau d'incertitude comportementale en augmentant la prévisibilité d'un comportement satisfaisant du partenaire. Dans cette perspective, la confiance est assimilée aux anticipations positives d'une entreprise à propos de la conduite de son partenaire.

La confiance exprime alors la volonté de se fier à un partenaire et invite par conséquent au dépassement de l'hypothèse comportementale d'opportunisme, qui domine encore pour une large part la finance (Bradach et Eccles, 1989 ; Frank, 1993 ; Orbell, Dawes et Schwartz-Shea, 1994).

Dans ce qui suit, nous examinons comment l'actionnariat salarié contribue à la mise en place de la confiance, puis analysons les conséquences de cette dernière. L'instauration d'un tel régime, si elle apparaît, en situation d'agence, comme la solution la plus rentable à la fois pour les actionnaires et les autres partenaires (Canella, 1995), apparaît aussi comme la plus difficile, car l'ambition, selon Hirigoyen et Pichard-Stamford, (1998), est de renforcer « *l'investissement en capital spécifique à la firme* ».

¹²² Mayer et al. (1995, p. 712) « ...the willingness to be vulnerable to the actions of another party based on the expectation that the other will perform a particular action important to the trustor, irrespective of the ability to monitor or control that other party. ».

¹²³ Cité par Merino (2009).

L'hypothèse d'un renforcement de la relation de confiance entre partenaires par l'attribution d'actions aux salariés peut toutefois être posée. Les actionnaires, qui acceptent le cas échéant une dilution de capital, manifestent un sentiment de confiance à leur égard. Offrir la possibilité aux employés de devenir actionnaires de leur entreprise est une marque de reconnaissance du rôle rempli au sein de l'organisation, des compétences exercées et de la qualité des prestations fournies. Cela reflète non seulement une récompense financière des efforts passés, mais aussi une volonté d'association aux futur et destin de la firme et de création d'une communauté d'intérêt. En devenant actionnaires, les salariés témoignent également leur confiance dans le devenir de la firme. L'offre d'actions aux salariés pourrait, dans ces conditions, entraîner la constitution d'un capital humain spécifique.

Également, les relations entre acteurs internes et externes ne doivent pas non plus être omises. Une politique d'actionnariat, en exprimant la confiance des dirigeants et des salariés dans l'avenir de leur firme, peut également susciter un sentiment de confiance chez les partenaires financiers ou les fournisseurs de l'entreprise.

A- Les bienfaits ou gains associés au mécanisme de la confiance

Charreaux (1998) note que « *la compréhension du rôle de la confiance ne peut se faire qu'en étudiant son interaction avec les autres mécanismes de gouvernance* ». La confiance ne peut être jugée efficace que si, corrélativement, elle n'affecte pas l'efficacité des autres mécanismes engendrant ainsi une baisse de la performance globale du système de gouvernance.

En se référant encore à Charreaux (1998), la confiance peut être bénéfique au vu des arguments suivants :

- Le mécanisme de la confiance assouplit les contraintes de contrôle et entraîne, *a priori*, une baisse du coût des mécanismes de contrôle mis en place par les différents partenaires pour gérer leurs relations avec la firme. Par exemple, l'intervention de la confiance dans la relation banque-entreprise, en réduisant l'importance des mécanismes formels de protection (audit *ex ante* et *ex post*, prises de garantie...), se traduit par une baisse du taux demandé. Également, la construction de relations de confiance entre les salariés et la firme peut conduire à une baisse du coût de la main d'oeuvre et à des économies associées à un recours moins important aux mécanismes formels de contrôle. Selon Rousseau et al. (1998), « (...) *la confiance n'est pas*

un mécanisme de contrôle, mais un substitut pour le contrôle, reflétant une attitude positive au sujet des motivations de l'autre partie ».

- L'élargissement de l'espace discrétionnaire des dirigeants, lié à un contrôle moins strict exercé par les différents partenaires, notamment les investisseurs financiers, peut se traduire par une plus grande capacité à entreprendre des investissements dont la rentabilité est moins facilement contrôlable¹²⁴. La latitude managériale ne dépend pas seulement des contraintes externes, mais également des relations nouées avec les partenaires internes, notamment les salariés. En ce sens, *« non seulement, il est vraisemblable que ces relations de confiance favorisent la constitution de capital humain spécifique, facteur a priori déterminant dans la création de valeur de par le caractère non facilement imitable de cette forme de capital, mais on peut également supposer que la confiance facilite l'émergence de propositions d'investissement de la part des salariés »* (Charreaux, 1998).

- La confiance permet de réduire les coûts d'influence (Milgrom et Roberts, 1990), associés aux activités de même nom, qui ont pour objectif de s'approprier les rentes créées et qui détournent les différents partenaires des activités favorisant la création de valeur (Charreaux, 1998).

- La confiance instaurée entre les dirigeants et les apporteurs de capitaux facilite l'investissement en capital managérial spécifique et réduit les coûts liés à l'enracinement des dirigeants. Ainsi, un dirigeant dont la situation sera consolidée par la constitution d'un capital de confiance important aura d'autant moins tendance à entreprendre des investissements d'enracinement visant uniquement à protéger le capital managérial et induisant une création de valeur inférieure (Charreaux, 1998).

En récapitulant, l'instauration de relations de confiance avec les différents partenaires peut contribuer à une meilleure création de valeur en diminuant les coûts (coûts d'agence, coûts d'influence, coûts d'enracinement...) et en élargissant l'espace discrétionnaire des dirigeants, ce qui favoriserait la mise en oeuvre d'une politique d'investissement plus rentable. En effet,

¹²⁴ « Un dirigeant, qui a instauré des relations de confiance avec ses financeurs, disposera de plus de latitude pour élaborer, proposer et mettre en oeuvre des projets d'investissement innovateurs et de nature incorporelle, plus complexes mais, également, probablement plus rentables, en raison de la plus grande tolérance au risque lié à l'asymétrie d'information manifestée par les apporteurs de capitaux », Charreaux (1998).

selon Barney et al. (1995), la confiance forme un actif relationnel idiosyncrasique à l'origine d'un avantage concurrentiel durable, et ce en raison de son caractère tacite et inimitable.

B- Les méfaits ou coûts associés au mécanisme de la confiance

Selon Charreaux (1998), les coûts liés à la confiance se traduisent essentiellement par les points suivants :

- Si la confiance permet *a priori* d'accroître la valeur créée, elle a pour contrepartie, en constituant des réseaux, de construire des barrières à l'entrée pour les partenaires qui souhaiteraient nouer des relations avec la firme. Ces barrières nuisent certes à l'efficacité de la pression disciplinaire exercée par les marchés.

- Un avantage généralement évoqué en faveur des relations de confiance est leur caractère de *long terme* qui faciliterait l'accumulation de capital humain spécifique. Cependant, le long-termisme peut également causer des pertes d'efficacité, notamment si nous faisons intervenir des considérations relatives à l'adaptabilité des systèmes de gouvernance. En effet, les mécanismes de confiance peuvent constituer des entraves à une adaptation rapide en cas de modification brutale de l'environnement. Ainsi, le recours important à la confiance freine par exemple les adaptations rapides par compression du personnel.

Charreaux (1998) ajoute aussi qu'au niveau même des dirigeants, le long-termisme lié à la confiance peut se révéler inefficace en conduisant à un surinvestissement en capital managérial spécifique. Dans ce cas bien précis, et dans l'éventualité d'un retournement de conjoncture et d'une sous performance, le *manager* sera incité, afin de préserver son investissement en capital spécifique, à entreprendre une politique d'enracinement ou à manipuler l'information de manière à retarder au plus la constatation d'une situation compromise.

- Les mécanismes de gouvernance fondés sur la confiance ont, par nature, un caractère informel. En se référant à Charreaux (1998), le recours aux systèmes informels conduit certes, à une évaluation moins fréquente et moins précise des dirigeants. La contrepartie de l'économie de coûts qui en résulte se retrouve dans le risque de détérioration durable de la performance, inhérent à l'absence d'évaluation ou au caractère imprécis de cette dernière.

Pour résumer, nous pouvons mentionner qu'en contrepartie des gains que la confiance peut apporter, cette dernière induit également ses propres coûts : mauvaise estimation de la valeur créée, inefficacité liée au long-termisme, risque de détérioration de la performance...

Conclusion de la section

Les conflits classiques entre dirigeants et actionnaires sont généralement résolus par le biais de certains mécanismes de gouvernance traditionnels tels que les mécanismes de contrôle externes, les mécanismes de contrôle internes ou les incitations financières (tels que cités dans le premier chapitre). Quant aux conflits qui peuvent survenir entre la firme (représentée essentiellement par le dirigeant), et les salariés, ils peuvent être résolus par les systèmes de collaboration et de concertation prévus par les lois sociales et les conventions collectives. En effet, Charreaux et Desbrières (1998) soulignent dans ce cadre que la relation d'agence entre la firme et les salariés pose deux problèmes : d'une part, les salariés « *doivent être à même de préserver et d'accroître leur capital humain ... et d'autre part, la firme doit maintenir son avantage compétitif ainsi que la valeur du capital humain spécifique qu'elle a contribué à créer* ». Parmi les mécanismes permettant d'aligner les intérêts des salariés et ceux de la firme, les auteurs mettent l'accent sur les systèmes de participation financière et décisionnelle.

Dans ce sens, l'actionnariat salarié vient prendre part dans la résolution de ces conflits. Il permet de réduire les coûts d'agence engendrés par la relation entre « dirigeant » et « salariés », et prend ainsi une place non négligeable dans la gouvernance d'entreprise dans sa double dimension, actionnariale et partenariale.

Au niveau de cette deuxième section, nous avons cherché à examiner le rôle de l'actionnariat salarié dans le cadre de la gouvernance des entreprises. D'abord, nous avons analysé la relation entre « salariés actionnaires » et « dirigeants » à travers le prisme des conflits de pouvoir entre les acteurs internes et externes ; puis nous avons étudié le rôle de l'actionnariat salarié à travers l'analyse de l'organisation comme coalition d'individus (Cyert et March, 1963). Nous avons analysé le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises et avons montré qu'il s'exerce à un double niveau : de manière formelle, par la participation des salariés actionnaires aux instances de représentation et de décision de la firme ; et de manière informelle, par l'instauration d'un régime de confiance.

L'ensemble des développements formulés dans le cadre de ce chapitre nous a permis de bien étudier les caractéristiques de l'actionnariat salarié, particulièrement en France ; et de mieux appréhender et cerner la place occupée par ce mécanisme dans le cadre de la gouvernance des entreprises. Nous avons envisagé de structurer ce deuxième chapitre comme suit :

* **Une première section** qui a cherché à présenter l'actionnariat salarié dans ses aspects pratiques et théoriques. Dans un premier volet, nous avons essayé de présenter l'expérience française en matière d'actionnariat salarié. Nous avons examiné d'abord l'évolution du cadre juridique français traitant de l'actionnariat salarié ; puis nous avons présenté les différentes modalités ou formes de détention possibles pour cet actionnariat. Un second volet a été consacré pour l'analyse des différentes raisons ou motifs de l'actionnariat salarié avancées par la littérature, ainsi que pour les éléments dissuasifs qu'y se rattachent.

* **Une seconde section** a cherché par ailleurs à analyser le rôle et la place de l'actionnariat salarié dans la *corporate governance*. Nous avons abordé la relation entre « *managers* » et « *actionnaires salariés* », en mobilisant des concepts théoriques tels que la relation d'agence et le pouvoir.

Dans la suite de notre travail, et étant donné que de point de vue de l'efficacité, l'enjeu central des mécanismes de gouvernance consiste en leur impact sur la création de valeur (Charreaux, 2000 ; Faleye et al., 2006) ; nous nous proposons d'examiner la relation qui peut exister entre l'actionnariat salarié, mécanisme d'incitation et de contrôle, et la création de valeur sous un angle à la fois actionnarial et partenarial. Ceci étant motivé par les résultats peu concluants sur l'influence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale, et par le champ d'investigation très peu exploité quant à son impact sur la valeur partenariale.

S'inscrivant dans cette perspective, nous envisageons de mener un développement théorique nous amenant à répondre à la question suivante, problématique de notre recherche :

“Quelle est la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ?”

Un ensemble de questions en découle :

- Dans quelle(s) mesure(s) l'actionnariat salarié est une source de création de valeur actionnariale ?
- Dans le cadre de l'approche partenariale, l'actionnariat salarié est t-il un facteur de création et/ou de répartition et redistribution de la valeur ?
- Quelles sont les variables qui sont en mesure d'influer ou modérer ces relations ? et comment ?

L'ensemble des développements à mener dans le cadre du chapitre suivant, nous permettra de formuler un ensemble d'hypothèses théoriques concernant la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ainsi que les variables qui la modèrent.

CHAPITRE III

NATURE ET CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE AS & CV: DÉVELOPPEMENTS ET FORMULATION DES HYPOTHÈSES

Introduction

Au niveau de cette première partie, le chapitre premier a traité de la gouvernance d'entreprise dans son double aspect, actionnarial et partenarial, tout en soulignant le passage d'une valeur actionnariale vers une valeur de type partenariale. Le chapitre deuxième avait pour vocation de déterminer le rôle et la place de l'actionnariat salarié dans la gouvernance d'entreprise. De ce chapitre, il découle que les systèmes d'actionnariat salarié comprennent des réalités très distinctes tant dans leur forme que dans leur esprit. En effet, l'actionnariat salarié pourrait être un mécanisme d'incitation des salariés ou un instrument de partage du pouvoir au sein de l'entreprise et donc, possible vecteur de contrôle ou d'enracinement des dirigeants.

Étant donné qu'en termes d'efficience, l'enjeu principal des mécanismes de gouvernance est la création de valeur, (Charreaux 2000 ; Faleye et al. 2006) ; nous chercherons au niveau de ce troisième chapitre à démêler la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur dans la double perspective, actionnariale et partenariale.

Ce chapitre a donc pour ambition de débrouiller au mieux cette relation, tout en cherchant à répondre aux questions suivantes :

- * L'actionnariat salarié, mécanisme d'incitation et possible vecteur de contrôle ou d'enracinement des dirigeants, serait-il un facteur de création ou de destruction de valeur ?
- * Dans une perspective partenariale, l'actionnariat salarié serait-il un facteur de répartition et redistribution de la valeur ?
- * quels seraient les facteurs qui peuvent influencer la nature (sens et/ou intensité) du lien entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ? Et comment ?

L'ensemble des développements à mener dans le cadre de ce chapitre, nous permettra de nous prononcer sur la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur et de formuler, par conséquent, un ensemble d'hypothèses théoriques restant à vérifier empiriquement.

Ce chapitre est organisé autour de deux sections, chacune étant focalisée sur un aspect particulier de la relation à étudier :

* **La première section** traite de la nature de la relation directe entre l'actionnariat salarié et la création de valeur. Les prédictions théoriques ont souvent sous-entendu que les effets (positifs ou négatifs) de l'actionnariat salarié sur la performance des organisations ne seraient pas directs mais qu'ils opèreraient à travers les effets sur les attitudes et comportements des salariés. Nous présenterons alors l'état de la recherche sur ce thème d'après deux perspectives : L'actionnariat salarié a pour vocation d'inciter les salariés en influant sur leurs comportements et attitudes d'une part (**I**), il a des implications pour l'organisation de l'entreprise d'autre part (**II**).

* **La seconde section** est consacrée à l'étude des facteurs susceptibles d'influencer cette relation. Au regard des travaux antérieurs, certaines variables telles que la propriété managériale, la concentration du capital, la participation d'investisseur(s) institutionnel(s) au capital et la représentation des salariés actionnaires au conseil paraissent avoir un effet modérateur sur la relation.

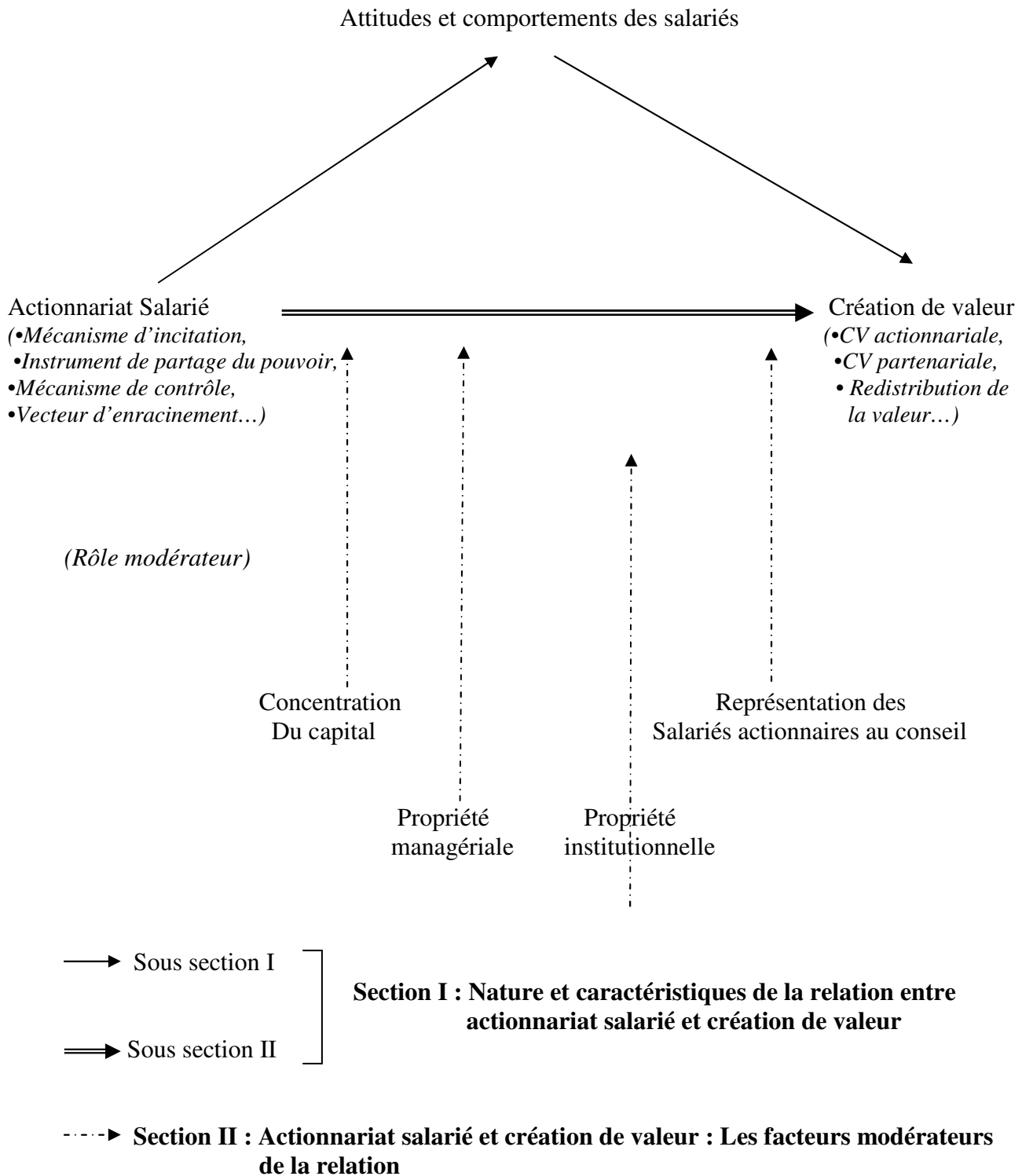


Schéma 3-1 : Schématisation de la logique conceptuelle du chapitre III

La littérature sur l'actionnariat salarié a tout d'abord cherché à étudier ses liens avec la performance organisationnelle. Les résultats de ces études se sont avérés plutôt mitigés, bien qu'ils aboutissent globalement à des effets soit positifs soit négligeables (Buchko 1993 ; Gamble et al. 2002 ; Trehwhitt 2000). Toutefois, les prédictions théoriques ont souvent sous-entendu que les effets (positifs ou négatifs) de l'actionnariat salarié sur la performance des organisations ne seraient pas directs mais qu'ils opèreraient à travers les effets sur les attitudes et comportements des salariés actionnaires (Caramelli, 2006). Les implications de l'actionnariat salarié sont alors multiples. Nous présenterons, au niveau de cette première section, l'état de la recherche sur ce thème¹²⁵ d'après deux perspectives : L'actionnariat salarié a pour vocation d'inciter les salariés en influant sur leurs comportements et attitudes d'une part (**I**), il a des implications sur la performance de l'entreprise d'autre part (**II**). Une troisième sous-section (**III**) est consacrée à la formulation des hypothèses portant sur la relation directe entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

I- Effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes et comportements des salariés

L'actionnariat salarié a fait l'objet d'un vaste courant de recherche, principalement anglo-saxon : de nombreuses publications tendent à montrer l'effet positif d'une pratique d'actionnariat salarié sur les attitudes et comportements des salariés. En effet, dans le cadre d'une méta-analyse portant sur 26 études, Sesil et al. (2001) ont pu constater que l'actionnariat salarié avait une influence positive sur les attitudes et comportements des salariés. Eu égard à ces études, nous notons que la plupart des tests empiriques du lien entre « actionnariat salarié » et « attitudes des salariés au travail » s'inscrivent dans le cadre de tests des modèles intrinsèque, instrumental et extrinsèque¹²⁶. Les améliorations des attitudes au travail passent donc par l'intermédiaire des composantes intrinsèque, instrumentale et extrinsèque de l'actionnariat salarié.

¹²⁵ Nous signalons que cette revue de littérature exclut le mécanisme des options d'achat d'actions qui correspond à une problématique différente d'incitation du personnel dirigeant d'une entreprise. Elle ne tient pas compte, également, des études réalisées sur les coopératives qui sont le plus souvent caractérisées par une forme juridique particulière. Ces précisions nous conduisent à nous intéresser à la participation au capital du personnel non dirigeant dans les sociétés commerciales.

¹²⁶ Pour une définition de ces différents modèles, se référer au point (II-2) de la première section, chap II (p. 92)

Bien que ces effets positifs observés ne soient pas systématiques, les résultats de ces études suggèrent qu'un salarié actionnaire adopte des attitudes au travail différentes de celles d'un salarié conventionnel.

À ce niveau, la question qui s'impose est : Quels sont les attitudes et comportements qui peuvent être observés chez les salariés actionnaires ?

En réponse à cette question, nous précisons que la littérature en comportement organisationnel a analysé divers attitudes et comportements des salariés au travail, supposés essentiels pour la performance des organisations. Se basant sur ces travaux ainsi que sur la littérature sur les effets psychosociologiques de l'actionnariat salarié, Caramelli (2006) détermine un certain nombre de variables attitudinales et comportementales sur lesquelles l'actionnariat salarié pourrait avoir un effet positif.

1- Les attitudes

Caramelli (2006) définit quatre attitudes essentielles, à savoir la motivation, la satisfaction au travail, l'implication organisationnelle et l'actionnariat psychologique ou le sentiment de propriété psychologique.

* **La motivation** : Dans la littérature sur l'actionnariat salarié, plusieurs auteurs ont suggéré que les systèmes d'actionnariat salarié augmenteraient la motivation des salariés au travail (Ben-Ner et Jones 1995 ; Long 1978a, 1978b ; Pierce et alii 1991 ; Pierce et Rodgers 2004) mais peu l'ont prouvé empiriquement. Long (1978a et 1978b) par exemple, a étudié les effets respectifs de l'actionnariat salarié et de la participation à la prise de décision sur des attitudes diverses dont notamment la motivation. Les résultats ont montré que la relation entre l'actionnariat et la motivation n'est pas significative alors qu'elle est positive et significative si cet actionnariat est couplé avec une participation à la prise de décision (Long 1978b). De surcroît, selon l'auteur, quoiqu'il n'y ait pas de différences de niveaux de participation entre salariés actionnaires et non actionnaires, l'actionnariat salarié a pu augmenter la motivation de l'ensemble des salariés à travers la « pression des pairs » (Long 1978a).

* **La satisfaction au travail** : C'est une autre attitude qui est largement considérée comme importante pour la performance organisationnelle. Il s'agit de l'ensemble des sentiments qu'un salarié a à l'égard de son travail. Selon Buchko (1992b), la satisfaction au travail reflète l'orientation affective plus ou moins positive vis-à-vis d'un emploi dans une

organisation. Les études sur les effets de l'actionnariat salarié ont largement analysé cette attitude. Une nette amélioration de la satisfaction au travail a été démontrée par les travaux de Long (1978b) ; Russell et al. (1979) ; Greenberg (1980) ; Rosen et al. (1986) ; Klein (1987) ; Tucker et al. (1989) ; Buchko (1992b ; 1993) et Gamble et al. (2002).

* ***L'implication organisationnelle*** : L'implication organisationnelle est une variable fréquemment intégrée dans les recherches empiriques portant sur l'actionnariat salarié¹²⁷.

Selon Thevenet (1992), « *l'implication est une notion qui traduit et explicite la relation entre la personne et l'entreprise. (...) Il y a interaction entre l'individu et l'entreprise pour que se crée et se développe cette implication. Cette interaction constitue l'une des différences primordiales de l'implication par rapport à la motivation et à la satisfaction* ». En effet, l'individu s'identifie à l'organisation et s'engage à rester membre de celle-ci afin de poursuivre ses buts et valeurs qu'il a acceptés et intériorisés. L'implication est alors, selon Neveu (2000), un contrat psychologique passé par l'individu avec l'organisation dont il attend de son identification des satisfactions.

L'implication organisationnelle a connu plusieurs autres définitions dont la plus communément admise est celle de Meyer et Allen (1991) qui en reconnaissent trois dimensions ou facettes. En effet, ces deux auteurs définissent l'implication affective, l'implication calculée et l'implication normative.

L'implication affective est l' « attachement émotionnel, l'identification et l'engagement dans l'organisation » (Caramelli, 2006). Les salariés caractérisés par une forte implication affective restent dans l'organisation car ils le désirent. L'abondante littérature dans ce cadre, suggère que l'implication affective se développe surtout par la réalisation personnelle du salarié et qu'elle se traduit par des individus plus performants au travail (Meyer et Allen, 1997).

L'implication calculée fait référence, selon Caramelli (2006), « à la conscience des coûts associés au départ de l'organisation ». Un salarié caractérisé par une forte implication calculée reste dans l'organisation car il a besoin de le faire. Les études empiriques suggèrent que cette composante se développe sur la base des investissements et du manque d'alternatives qui influencent le coût d'un éventuel départ, et a comme conséquence que les salariés ont plus de

¹²⁷ La revue de littérature de Kruse et Blasi (1997) identifie 11 recherches étudiant les liens entre l'actionnariat salarié et l'implication organisationnelle. Les résultats de la plupart d'entre elles (Long (1978a ; 1978b ; 1980) ; Olivier (1984) ; Rosen et al. (1986) ; Klein (1987) ; Buchko (1992a ; 1993)) montrent une influence positive. À ces études, s'ajoutent celles de Frohlich et al. (1998) ; Pendleton et al. (1998) ; Pendleton (2001) et Kuvaas (2003).

chances de rester dans l'organisation ; par contre, il n'y a pas de relations positives significatives avec des indicateurs de performance.

Enfin, l'implication normative est le « sentiment d'une obligation de rester dans l'entreprise ». Dans ce cas, un salarié reste dans l'organisation car il se sent obligé de le faire. Cette troisième composante de l'implication semble se développer par les expériences de socialisation auprès de l'entreprise (Caramelli, 2006), et les quelques études réalisées ont montré des effets positifs de cette attitude sur l'effort et la performance au travail (Meyer et Allen, 1997).

*** L'actionnariat psychologique ou le sentiment psychologique de propriété :** Pierce et al. (1991) définissent l'actionnariat psychologique comme étant le « *sentiment psychologique de propriété plus ou moins ressenti par les salariés actionnaires* ». Pour Vandewalle et al. (1995), il représente une relation qui fait que les membres d'une organisation éprouvent un sentiment de propriété envers un « objet-cible » s'exprimant par des phrases de type « mon travail » ou « notre organisation ». Selon Pierce et al. (2001), l'émergence de l'actionnariat psychologique résulte de motivations de base de l'être humain, comme le besoin d'efficacité, le besoin d'une expression symbolique de son identité et le besoin de posséder un territoire. Ce sentiment émerge chez les individus à travers la connaissance et le contrôle de l'*objet-cible*, ainsi que par l'investissement personnel dans celui-ci (Caramelli, 2006).

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

Par ailleurs, ce concept d'actionnariat psychologique a été repris dans plusieurs études examinant les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes et comportements des salariés. Dans ce cadre, Buchko (1992a) a estimé que les sentiments d'influence ou de contrôle de la part des salariés actionnaires, sont nécessaires au développement de l'actionnariat psychologique. Pendleton et al. (1998) concluent, quant à eux, que l'impact de l'actionnariat salarié peut être vu conceptuellement comme un processus à au moins deux étapes : l'actionnariat salarié peut conduire à un sentiment de propriété psychologique qui, à son tour, peut entraîner une implication et une plus grande satisfaction des salariés. Par ailleurs, Gamble et al. (2002) suggèrent que les ESOPs ont plus de chances de contribuer à

l'amélioration de l'implication au travail et de l'alignement des intérêts des salariés et des actionnaires, lorsque la participation à ces plans entraîne le sentiment psychologique de propriété. Enfin, et dans une étude récente, Wagner et al. (2003) montrent que les comportements issus de l'actionnariat psychologique peuvent être liés positivement à la performance financière de l'entreprise, mais que ces comportements sont eux-mêmes dépendants des croyances des actionnaires salariés dans leurs capacités à participer à l'évolution de leur objet de propriété (les actions et l'entreprise), devenu une extension de leur propre identité. En effet, un actionnaire salarié qui pense et se comporte comme un « propriétaire » renforce les effets attitudinaux et comportementaux positifs pour l'entreprise, et ce type de comportements est positivement relié à la performance financière de l'entreprise (Wagner et al. 2003).

2- Les comportements

Pierce et al. (1991) estiment qu'il est possible de spéculer sur les effets de l'actionnariat salarié sur un certain nombre de comportements importants pour l'organisation. En effet, Long (1978b) suggère que les attitudes (déjà évoqués) des salariés actionnaires conduiraient à des comportements positifs. La littérature connaît, dans ce cadre, trois comportements essentiels, à savoir le turnover, l'absentéisme et la performance au travail.

* **Le turnover** : C'est l'un des comportements qui est souvent considéré, selon Buchko (1993), comme important dans les entreprises. Il s'agit du départ permanent des salariés de l'organisation. Les études empiriques ayant examiné l'impact de l'actionnariat salarié sur le turnover sont peu nombreuses¹²⁸. Dans ce cadre, nous trouvons l'étude de Wilson et Peel (1991) qui démontre que les entreprises ayant des plans d'intéressement et/ou d'actionnariat salarié, présentent des taux de départs significativement plus faibles que les autres. Buchko (1992a et 1993), quant à lui, a analysé les effets de l'actionnariat salarié sur le turnover à travers des attitudes clés. Il a ainsi constaté que, la satisfaction au travail et l'implication organisationnelle étaient des antécédents du turnover dans les entreprises disposant des systèmes d'actionnariat salarié. Plus récemment, et à travers une étude longitudinale, Fakhfakh (2004) montre que l'actionnariat salarié a toujours un effet négatif et significatif sur le départ des salariés. Les résultats empiriques de l'ensemble de ces études montrent bien que

¹²⁸ Á notre connaissance, uniquement les études de Wilson et Peel (1991) ; Buchko (1992a et 1993) et Fakhfakh (2004) qui ont été réalisées dans ce cadre.

l'objectif de stabilisation de la main d'œuvre est rempli lorsque que l'on implante de l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise.

* **L'absentéisme** : L'absentéisme est l'un des comportements contreproductifs des salariés dans les entreprises. En effet, il s'agit d'un problème de personnel coûteux qui a suscité l'attention des chercheurs et des praticiens et qui a donné lieu à un corpus théorique important (Sagie, 1998).

À notre connaissance, seules les études de Wilson et Peel (1991) et Brown et Fakhfakh (1999) qui ont étudié les effets de l'intéressement et d'autres formes de participation sur l'absentéisme. L'étude de Wilson et Peel (1991) a montré que les entreprises adoptant des plans d'intéressement et/ou d'actionnariat salarié présentent des taux d'absentéisme significativement inférieurs aux autres. De même, Brown et Fakhfakh (1999) ont trouvé que l'intéressement et l'actionnariat salarié sont négativement et significativement associés à l'absentéisme. En effet, dans le cadre de cette étude empirique, l'absentéisme est chuté de 14%.

* **La performance au travail** : C'est l'un des comportements positifs des salariés pour les organisations. Les principales études traitant des effets de l'AS sur les attitudes et comportements n'ont pas analysé empiriquement l'effet éventuel sur la performance au travail. Cependant, et étant donné que l'actionnariat salarié augmente l'implication au travail (Buchko 1992a et 1993 ; Pendleton 1995 ; Kuvaas 2003), et que l'implication augmente la performance au travail¹²⁹, Riketta (2002) suggère que l'actionnariat salarié a un effet positif sur la performance au travail des salariés.

II- Actionnariat salarié et performance de l'entreprise : des relations contrastées

Les études consacrées à l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance, au sens générique du terme, sont assez peu nombreuses, hormis les études anglo-saxonnes. Dans ce cadre, plusieurs revues de littérature des recherches empiriques sont disponibles dont la plus exhaustive est, à notre connaissance, celle réalisée par Kruse et Blasi (1997). Ces deux auteurs ont recensé une trentaine de recherches empiriques réalisées dans les vingt dernières années.

¹²⁹ Riketta (2002) a réalisé une méta-analyse de la relation entre implication affective et performance au travail à partir de 111 études publiées entre 1990 et 2001. Les résultats montrent une corrélation moyenne positive et significative bien qu'assez faible (0.2).

De notre part, et pour un meilleur aperçu de l'état de recherche sur le lien entre actionnariat salarié et performance, nous nous référerons à ce travail qui sera complété ensuite, par les études qui l'ont succédé.

S'intéressant aux résultats de ces études empiriques, ces dernières peuvent être rangées en quatre catégories : la première conclut à l'existence d'un lien négatif et significatif, la deuxième à l'absence de lien entre actionnariat salarié et performance, la troisième conclut à l'existence d'un lien positif et significatif, et la quatrième à une relation curvilinéaire.

Dans ce qui suit, nous organisons notre revue de littérature quant à la relation entre performance, au sens générique du terme, et actionnariat salarié suivant ces différentes catégories.

1- L'actionnariat salarié a un effet négatif sur la performance

Les études empiriques ayant montré une relation négative entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise sont très rares. À notre connaissance, la première étude qui s'inscrit dans ce cadre revient à Livingston et Henry (1980). Partant d'une centaine d'entreprises, couplées deux à deux et observées sur la période de 1967 à 1976, les deux auteurs relèvent que les ratios de profitabilité de 51 entreprises ayant adopté un plan d'actionnariat pour les employés (ESOP) sont inférieurs à ceux de 51 entreprises comparables qui n'en disposent pas.

Les conclusions de Park et Song (1995) se trouvent plus circonstanciées. Les auteurs utilisent la rentabilité économique (ROA) et le *Tobin's Q* pour mesurer la performance des firmes dotées de plan (ESOP). Leurs résultats montrent une dégradation de ces ratios lorsque l'ESOP est mis en place en l'absence d'importants actionnaires extérieurs.

Une troisième étude plus récente, celle de Faleye et al. (2006), reconnaît aussi un effet négatif de l'actionnariat salarié. Les auteurs ont comparé 226 entreprises présentant des niveaux significatifs d'actionnariat salarié (au-delà de 5% de capital) avec un échantillon de contrôle composé de 1888 entreprises disposant moins de 5% de capital entre les mains des salariés. Les résultats montrent que le premier groupe d'entreprises est d'une performance moindre. Les auteurs se réfèrent à Jensen et Meckling (1979) et expliquent cette sous performance par

le « côté sombre » ou « obscur » de l'actionnariat salarié¹³⁰. En effet, selon Jensen et Meckling (1979), l'actionnariat salarié crée une force enracinée de travail avec un véritable pouvoir dans le gouvernement d'entreprise. L'enracinement salarial, tout comme l'enracinement managérial, risque de détruire selon Faleye et al. (2006) de la valeur actionnariale.

Ces auteurs interprètent alors et concluent ce qui suit : *« Nos résultats révèlent que le pouvoir d'influence des salariés dans le gouvernement des entreprises est associée négativement à la valeur actionnariale, la croissance des ventes et la création d'emploi. Cela est dû en grande partie à un sous investissement systématique (recherche et développement et investissements risques en général). Cela reflète également une moindre productivité des entreprises où les salariés exercent une influence significative. Nos résultats mettent en doute le fait que l'actionnariat salarié permette une convergence des intérêts des salariés et des actionnaires. Il apparaît que le pouvoir d'influence des salariés oriente les décisions stratégiques dans un sens servant leurs intérêts particuliers. Les salariés arrivent à faire coïncider leur horizon personnel avec la fonction objectif de la firme afin de maximiser la valeur combinée de leurs droits contractuels et résiduels. Cela éloigne, plutôt que de les rapprocher, les décisions stratégiques des objectifs de maximisation de la valeur actionnariale »* (Faleye et al. 2006, p509).

En ce qui concerne les études d'événements, Chang (1990) constate que l'instauration de plans d'actionnariat (ESOPs) défensifs était perçue comme une stratégie d'enracinement des dirigeants. En fait, son étude dégage des rentabilités anormales négatives lorsque l'actionnariat salarié est mis en place pour se protéger d'une OPA. De surcroît, les résultats empiriques de Gordon et Pound (1990), Chang et Mayers (1992) et Blasi et al. (1996) corroborent l'hypothèse d'enracinement des dirigeants. Les réactions du marché à l'annonce de la mise en place d'un ESOP défensif sont négatives. Les études de Gordon et Pound (1990), Chang et Mayers (1992) et Beatty (1995) prouvent que les rentabilités anormales négatives varient entre -1,34 % et -4 %.

Parmi les causes de ces réactions négatives du marché, Férone et al. (2001) distinguent, en plus d'enracinement des dirigeants, les suivantes :

- L'attribution d'actions aux salariés dans des conditions privilégiées peut créer un effet de dilution aux dépens des actionnaires en place ;

¹³⁰ Jensen et Meckling parlent de « *The dark side of employee ownership* ».

- Il est possible que les coûts d'information, de gestion et de rémunération engagés par ce dispositif absorbent la totalité des gains de productivité ; et
- Le partage des responsabilités, qui suppose un partage des responsabilités et des décisions, est jugé pénalisant pour l'efficacité du management.

2- L'actionnariat salarié est sans effet sur la performance

Également, les études qui appartiennent à cette catégorie sont assez peu nombreuses. En effet, seulement quelques travaux empiriques qui n'ont pas pu montrer un effet significatif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise.

Analysant les résultats de 609 firmes adoptant un programme d'actionnariat salarié, Bloom (1986) ne relève aucun effet notoire sur la performance économique. Dans le même sens, le General Accounting Office américain (GAO, 1987) ne constate aucun effet des plans (ESOP) sur la profitabilité des entreprises. Il note aussi que la taille et le type de ces plans n'ont pas d'effet sur la nature de cette relation.

De leur côté, Borstadt et Zwirlein (1995) ont réalisé une étude longitudinale sur 85 entreprises ayant adopté un plan (ESOP) entre 1973 et 1986. En comparant ces entreprises avec un échantillon de contrôle, les auteurs concluent que les plans (ESOP) défensifs ont un effet faiblement positif sur la performance et la productivité ; alors que les plans (ESOP) adoptés pour un meilleur partage des profits, ne présentent aucun effet. Selon ces auteurs, les résultats d'ensemble pour les 85 entreprises ne montrent pas d'effets sur la performance et la productivité.

Une année après, Blasi et al. (1996) ont analysé la performance des entreprises selon que la part détenue par les salariés ait été supérieure ou inférieure à 5%. Les résultats ne montrent pas une performance supérieure pour aucun des deux groupes. Selon les auteurs, l'absence de lien automatique suggère que des facteurs spécifiques à la firme comme les relations de travail, les politiques de ressources humaines ou la structure de gouvernance peuvent jouer un rôle important dans la détermination des effets de l'actionnariat salarié sur la performance.

Dans le cadre d'une étude d'événement réalisée sur cinq ans, Pugh et al. (2000) observent une influence limitée et de court terme de l'actionnariat salarié sur la rentabilité économique et sur le résultat net.

Sur un plan boursier, et toujours dans le contexte américain, Stulz (1988), Dhillion et Ramirez (1994) et Chaplinsky et Niehaus (1994) ne constatent pas de réaction négative significative du marché, lors de l'annonce d'un plan (ESOP) conçu à des fins de protection anti-OPA.

Dans le contexte français, Vaughan-Whitehead (1992) ne prouve pas d'incidence significative de l'actionnariat salarié sur la rentabilité financière et le chiffre d'affaires.

Plus récemment, Trébucq (2002) a cherché à identifier dans quelle mesure la performance se trouverait accrue par la présence simultanée d'un actionnariat salarié et d'un contrôle familial. Menée à partir de 109 entreprises cotées appartenant à l'indice SBF 250, cette étude tend à confirmer le niveau significativement supérieur de création de valeur des entreprises familiales ; alors qu'elles recourent proportionnellement beaucoup moins à l'actionnariat salarié. L'auteur ne confirme pas alors l'hypothèse d'un impact positif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale, et conclut par le fait que l'actionnariat salarié serait instrumentalisé à des fins d'enracinement familial¹³¹ sans que cela n'affecte la valeur actionnariale.

Également, Arcimoles (d') et Trébucq (2003) ont testé la relation susceptible d'exister entre des indicateurs économiques caractérisant le niveau de performance et des variables caractérisant l'actionnariat salarié. Deux variables ont été retenues pour la mesure de l'actionnariat salarié : la première est binaire et correspond à la présence ou à l'absence de l'actionnariat salarié (ASB) ; la deuxième correspond au pourcentage de capital détenu par les salariés (ASK). Trois mesures de performance ex-post ont été retenues à savoir, la rentabilité sur fonds propres (ROE), la rentabilité sur actifs (ROA) et la rentabilité sur capitaux investis (ROI). La performance ex-ante a été appréciée à partir du rapport entre la capitalisation boursière et le montant des fonds propres (MKCE). Les résultats dégagés à partir d'un échantillon de 701 sociétés françaises cotées, montrent que la variable (ASB) n'est positivement corrélée qu'avec les (ROE) et (ROI). La relation avec les autres mesures de performance n'est pas significative. La variable (ASK) mesurant le degré de contrôle des salariés actionnaires ne fournit aucune relation significative avec les différentes mesures de

¹³¹ Plusieurs travaux empiriques semblent démontrer l'instrumentalisation de l'actionnariat salarié à des fins d'enracinement. D'après Trébucq (2002), cette hypothèse est confirmée par le point de vue des dirigeants eux-mêmes qui admettent que l'actionnariat salarié est un moyen efficace d'échapper à la discipline externe des prises de contrôle hostiles (COB-Altédia, 1999).

performance retenues. Les résultats de cette étude tendent alors à se prononcer sur une relation non significative entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.

Finalement, l'étude la plus récente dans ce cadre est celle de Poulain-Rehm (2006). Cette étude, menée sur un échantillon de 131 entreprises françaises cotées, a mesuré l'impact sur la création de valeur d'une politique d'actionnariat du personnel soutenue, au sens de la Fédération des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS). Les résultats contredisent les postulats théoriques en soulignant l'absence d'un impact significatif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur envisagée sous un angle à la fois actionnarial et partenarial.

3- L'actionnariat salarié a un effet positif sur la performance

La majorité des études empiriques ayant testé la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la performance ont pu montrer un lien positif. Sont alors beaucoup plus nombreux, les travaux se situant dans cette catégorie.

Une première étude constituant une référence indispensable a été réalisée par Conte et Tannenbaum (1978). Ces auteurs sont les premiers à prouver l'existence d'une corrélation entre l'actionnariat salarié et la performance des entreprises (mesurée par le résultat avant impôt). Ils montrent que les firmes dotées d'actionnariat salarié sont 1,5 fois plus rentables que les firmes caractérisées par une structure de capital conventionnelle.

Des résultats similaires ont été obtenus par Marsh et McAllister (1981) et Klein (1987). En effet, Marsh et McAllister (1981) montrent à partir d'un échantillon de 229 entreprises, que les entreprises dotées d'un (ESOP) ont un ratio de productivité croissant annuellement de 0,75% ; alors que les entreprises qui n'en disposent pas présentent une productivité décroissante de 0,74%.

Wagner et Rosen (1985) ont confirmé également cette corrélation positive en montrant que les firmes ayant des plans (ESOP) dépassent les firmes conventionnelles en termes de croissance des ventes, de marge opérationnelle et de rentabilité financière. Ceci va de pair avec les conclusions de Fitzroy et Kraft (1987) qui ont prouvé que l'actionnariat salarié a un effet positif sur la productivité et la performance financière.

L'étude de Collat (1988) a permis également d'identifier un effet positif de l'actionnariat salarié sur différentes mesures financières d'entreprises cotées. Plus précisément, les plans

(ESOP) non défensifs engendrent un gain annuel de marge opérationnelle de 2.1% par rapport au rythme précédent.

De même, Conte et Svejnar (1988) montrent que l'actionnariat du personnel a un impact positif sur la productivité des entreprises, même si cet effet tend à s'estomper avec l'augmentation du pourcentage de salariés actionnaires.

Ceci va de pair avec la conclusion de Vaughan-Whitehead (1992) qui, dans un contexte français, reconnaît un rôle majeur, positif et significatif de l'actionnariat salarié sur la productivité.

En utilisant un échantillon de 123 entreprises observées sur une période allant de 1982 à 1987, Kumbhakar et Dunbar (1993) viennent à leur tour confirmer cette relation positive en montrant que l'actionnariat salarié a un impact positif et significatif sur la performance (mesurée par les ventes).

Jones et Kato (1993), se basant sur un échantillon de 320 entreprises japonaises disposant d'un ESOP, trouvent une corrélation positive et significative entre actionnariat salarié et performance économique. Les auteurs expliquent ces résultats par le fait que la plupart des sociétés japonaises disposent de mécanismes encourageant la participation des salariés aux bénéfices mais aussi à la prise de décision.

Quant aux conclusions de Park et Song (1995) et Winther (1995), elles se trouvent plus circonstanciées. Les premiers ont étudié sur un échantillon d'entreprises américaines, l'impact de la mise en place d'un ESOP sur la performance des entreprises à long terme, mesurée par la rentabilité économique et le Q de Tobin. Les résultats empiriques ont montré que la performance moyenne a augmenté sur une période de cinq ans suivant l'annonce du plan, et ce uniquement pour les entreprises disposant d'au moins un *blockholder* extérieur pouvant assurer le contrôle des dirigeants. Winther (1995) a montré également que l'instauration de plans (ESOP) est positivement liée aux indicateurs de performance dans les entreprises dites extérieurement contrôlées, c'est-à-dire dotées d'au moins un actionnaire externe possédant 5% du capital ou plus. Les auteurs supposent que ces entreprises sont mieux contrôlées et qu'il est alors plus difficile aux dirigeants d'utiliser les plans (ESOP) pour enraciner leur position.

Parmi les études longitudinales les plus récentes figure celle de Mehran (1999). À partir d'un échantillon de 382 entreprises américaines disposant d'un plan d'actionnariat (ESOP) et observées sur la période (1971-1995), l'auteur constate une surperformance boursière cumulée de 7% pour ces entreprises, en comparaison avec les entreprises qui n'en disposent pas (26,1% pour les sociétés dotées de plan ESOP, contre 19,2% pour les sociétés qui ne le sont pas).

Au cours de la même année et s'intéressant toujours au contexte américain, Welbourne et Cyr (1999) montrent que la propriété managériale, c'est-à-dire l'actionnariat réservé aux seuls dirigeants, est lié négativement à la performance alors que l'actionnariat salarié généralisé est lié positivement à la performance. Ces auteurs préconisent alors de disperser au mieux l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise.

Une année après, Iqbal et Hamid (2000) réalisent une étude qui compare la productivité des entreprises américaines dotées de plan (ESOP) avec celle des entreprises qui n'en disposent pas. Les auteurs retiennent les postulats du modèle extrinsèque de l'actionnariat salarié (qui tient compte de la perspective financière) et émettent l'hypothèse selon laquelle les variations du cours de l'action affectent la motivation des actionnaires salariés et influencent par conséquent les indicateurs de productivité. Ils montrent que la productivité est positivement liée à l'évolution du cours de l'action pour les firmes pourvues de plan (ESOP).

Toujours dans le contexte américain, et se basant sur des données de panel relatives à plus de 300 entreprises détenues majoritairement par les salariés et comparées avec des entreprises conventionnées, Brent (2008) montre que les ventes par employé sont significativement plus importantes pour les entreprises dotées de plan (ESOP). Cet effet positif est d'autant plus important chez les entreprises de moindre taille.

En ce qui concerne les études d'événements, Chang (1990) relève des rendements anormaux positifs suite à la mise en place de plans (ESOP) non défensifs. En effet, en réalisant une étude d'événement sur 165 annonces, le taux de rendement anormal moyen est de +3,66%. L'hypothèse nulle d'absence d'effet sur la richesse des actionnaires étant rejetée au seuil de

1%. Davidson et Worell (1994) ont confirmé ces résultats sur un échantillon de 48 entreprises, identifiant la même réaction positive des marchés à l'annonce de tels plans¹³².

Pareillement, Chang et Mayers (1992), Chaplinsky et Niehaus (1994) et Dhillon et Ramirez (1994) ont prouvé la réaction positive du marché quand l'entreprise n'est pas soumise à un risque d'OPA.

Des conclusions analogues sont avancées par Mehran (1999) qui, dans son étude déjà citée, observe que plus de 60% des entreprises de l'échantillon ont enregistré une augmentation de leur cours boursier dans les deux jours suivant l'annonce du plan, réalisant un gain moyen de 1,6%.

Plus récemment, Abdelkefi (2006) a montré, à partir de 86 émissions d'actions réservées aux salariés effectuées sur la Bourse de Paris sur la période s'étalant de 1997 à 2003, une rentabilité anormale moyenne significative et positive de l'ordre de 0,4%. Cette réaction positive du marché français à la date d'annonce de l'opération est conditionnée, selon l'auteur, par la structure d'actionnariat des firmes émettrices.

Finalement, si nous portons l'attention sur les analyses de survie des entreprises dotées de systèmes d'actionnariat salarié, les différentes études montrent qu'elles survivent plus longtemps. Ainsi, l'étude de Blair et al. (2000), montre que les entreprises pourvues d'actionnariat salarié significatif ont 20% de chances de plus de survivre que leurs homologues de même taille et de même industrie. Ces résultats ont été confirmés par les études de Kruse et Blasi (1999), Welbourne et Cyr (1999) et Blair et al. (2000) qui avancent des taux de survie supérieurs pour les firmes avec actionnariat salarié.

4- Actionnariat salarié et performance...une relation curvilinéaire

À l'ensemble de toutes ces études traitant la relation entre « actionnariat salarié » et « performance », s'ajoutent deux études qui se démarquent par leurs résultats. En effet, contrairement à l'ensemble des études déjà citées, Dondi (1992) et Guedri et Hollandts (2008a) démontrent que la relation entre « actionnariat salarié » et « performance » est curvilinéaire et non monotone.

¹³² Les résultats de cette étude montrent des rendements anormaux positifs de +2.64% sur $j-1/j$ ($P=0.001$) et de +1.73% sur $j/j+20$ ($P=0.005$).

À partir d'un échantillon de 105 entreprises françaises cotées et sur une période d'étude allant de 1985 à 1988, Dondi (1992) observe que la rentabilité financière augmente au fur et à mesure que la part du capital détenue par les salariés s'accroît, jusqu'à ce que cette dernière atteigne 10%. Au-delà de ce seuil, la rentabilité financière a tendance à décroître. La relation étudiée est alors loin d'être linéaire et prend la forme d'un (U) inversé.

Pareillement, l'étude de Guedri et Hollandts (2008a) a porté sur le contexte français. Les tests réalisés sur 189 entreprises observées sur la période (2001-2004) montrent qu'il existe une relation curvilinéaire entre l'actionnariat salarié et la performance économique de l'entreprise. Cette relation prend également la forme de (U) inversé : L'actionnariat salarié est positivement lié à la performance de l'entreprise pour des niveaux faibles à moyennement élevés d'actionnariat salarié ; et négativement pour des niveaux élevés à très élevés d'actionnariat salarié. Le point d'inflexion que l'auteur a pu déterminer se situe à 28% des droits de vote détenus par l'ensemble des salariés actionnaires. Ce résultat apporte, d'après les auteurs, un élément de réponse aux résultats contrastés des différentes études empiriques et met en évidence que la relation entre « actionnariat salarié » et « performance », complexe par nature, ne peut être seulement monotone.

Avant de passer à la troisième sous-section pour la formulation des hypothèses portant sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur », nous nous proposons de synthétiser ces différentes études dans le tableau récapitulatif suivant:

Tableau 3.1 : synthèse des travaux empiriques traitant la relation AS/performance

Nature de la relation	Nombre des études vérifiant la relation	Références
Négative	08	Livingston et Henry (1980) ; Chang (1990) ; Gordon et Pound (1990) ; Chang et Mayers (1992) ; Park et Song (1995) ; Beatty (1995) ; Conte et al. (1996) et Faleye et al. (2006)
Neutre	11	GAO (1987) ; Stulz (1988) ; Vaughan-Whitehead (1992) ; Dhillon et Ramirez (1994) ; Chaplinsky et Niehaus (1994) ; Borstadt et Zwirlein (1995) ; Blasi et al. (1996) ; Pugh et al. (2000) ; Trébucq (2002) ; Arcimoles (d') et Trébucq (2003) et Poulain-Rehm (2006).
Positive	25	Conte et Tannenbaum (1978) ; Marsh et McAllister (1981) ; Wagner et Rosen (1985) ; Klein (1987) ; Fitzroy et Kraft (1987) ; Collat (1988) ; Conte et Svejnar (1988) ; Chang (1990) ; Vaughan-Whitehead (1992) ; Chang et Mayers (1992) ; Kumbhakar et Dunbar (1993) ; Jones et Kato (1993) ; Davidson et Worell (1994) ; Chaplinsky et Niehaus (1994) ; Dhillon et Ramirez (1994) ; Park et Song (1995) ; Winther (1995) ; Mehran (1999) ; Welbourne et Cyr (1999) ; Kruse et Blasi (1999) ; Iqbal et Hamid (2000) ; Blair et al. (2000) ; Park et al. (2004) ; Abdelkefi (2006) et Kramer (2008).
Curvilinéaire	02	Dondi (1992) et Guedri et Hollandts (2008a).

Bien que la majorité des travaux empiriques prouvent une relation positive entre « actionnariat salarié » et « performance », les résultats de l'ensemble des études se trouvent bien mitigés. À la faiblesse de ce lien entre les deux phénomènes, s'ajoute selon certains auteurs, la difficulté de déterminer l'interaction exacte entre eux. En effet, d'aucuns (Desbrières 2002 ; Trébucq 2002 ; Caramelli 2006 ; Arcimoles(d') et Trébucq 2003 ; Aubert 2007 ; Guedri et Hollandts 2008a et autres) ont évoqué le problème du lien de causalité entre « actionnariat salarié » et « performance » : Est-ce que les entreprises sont plus performantes grâce à l'actionnariat salarié ou alors, est-ce que c'est parce qu'elles étaient plus performantes qu'elles ont mis en place de l'actionnariat salarié ?

La mise en évidence du lien de causalité existant entre « actionnariat salarié » et « performance » demeure une problématique difficile à résoudre (Aubert, 2007). En effet,

pour la quasi-totalité des travaux empiriques, il s'agit bien de corrélations et non de causalités. Le sens supposé de la relation relève des hypothèses théoriques déjà citées¹³³.

Dans ce cadre, nous nous permettons en toute modestie, d'avancer quelques réflexions qui peuvent contribuer à élucider ce lien de causalité restant encore un *puzzle* à résoudre. Si nous supposons que c'est la performance de l'entreprise qui entraîne de l'actionnariat salarié, les salariés actionnaires cherchent alors de bénéficier de la performance réalisée ou de la valeur déjà créée. Dans ce sens, les salariés actionnaires ne seront pas incités à modifier leurs comportements et attitudes pour une meilleure performance. Or, l'impact de l'actionnariat salarié sur les comportements et attitudes des salariés a été démontré par plusieurs études. L'existence de relations entre l'actionnariat et les comportements et attitudes des salariés fausse, à notre avis, le lien de causalité présumé entre « actionnariat salarié » et « performance ». L'autre sens de causalité, selon lequel l'actionnariat salarié a un impact sur la performance, se trouve alors avec une plus grande légitimité : l'actionnariat salarié a un effet sur les comportements et attitudes qui vont à leur tour influencer la performance de l'entreprise.

De surcroît, nous ajoutons une seconde réflexion qui vient défendre ce lien de causalité. Si nous supposons que c'est la performance de l'entreprise qui entraîne de l'actionnariat salarié, la relation ne peut être que positive. Or, une revue de littérature montre des relations négative, neutre, positive et curvilinéaire. Ces effets autres que positif, sont à notre avis, inexplicables si nous retenons ce lien de causalité présumé entre « actionnariat salarié » et « performance ». Ces résultats mitigés viennent alors appuyer l'autre sens de causalité dans la mesure où, les différents types de relations trouvent toujours des explications et même des fondements théoriques telle que par exemple, la théorie d'enracinement qui vient expliquer la relation négative entre « actionnariat salarié » et « performance ».

Prises ensemble, ces deux réflexions conduisent à admettre que c'est l'actionnariat salarié qui influence la performance de l'entreprise. Cependant, l'autre sens de causalité ne peut être écarté de manière absolue. En effet, dès le moment où l'actionnariat salarié influence positivement la performance, les dirigeants peuvent inciter les salariés à participer davantage au capital de leur entreprise et ce pour des objectifs de performance. Les relations d'influence

¹³³ Se référer à la page 89, point (II-1).

mutuelle entre « actionnariat salarié » et « performance » peuvent ainsi former un cercle vertueux.

III- Formulation des hypothèses portant sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur

La majorité des études prônant les bienfaits de l'actionnariat salarié ont souvent appuyé leur position en soulignant ses effets positifs sur les comportements et attitudes des salariés et sur la productivité.

À cet égard, Arcimoles (d') et Trébucq (2003) notent que, malgré ces effets positifs supposés sur la productivité et le comportement des salariés, il n'est pas certain que l'actionnariat salarié puisse constituer une source de création de valeur, et ce pour au moins deux raisons essentielles : d'abord, il est possible que les gains de productivité soient absorbés par les coûts d'information, de gestion et de rémunération engagés pour ce dispositif. De plus, l'actionnariat salarié risque d'être utilisé comme un outil de défense par la direction en place, favorisant ainsi l'enracinement des dirigeants. Un tel comportement peut causer une destruction de valeur, si nous optons pour l'approche négative d'enracinement des dirigeants (Shleifer et Vishney 1989 ; Stiglitz et Edlin 1992 ; Paquerot 1997).

D'ailleurs, les travaux empiriques disponibles (Collat 1988 ; Gordon et Pound 1990 ; Chang 1990 ; Chang et Mayers 1992 ; Dondi 1992 ; Davidson et Worell 1994 ; Conte et al. 1996 ; Winter 1995 ; Mehran 1999 ; Trébucq 2002 ; Poulain-Rehm 2006 ; Guedri et Hollandts 2008a), étudiant la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur », présentent des résultats peu concluants, du fait de leurs résultats controversés. En dépit de ce constat, certains auteurs (Blasi 1988 ; Buchko 1993 ; Gamble et al. 2002 ; Arcimoles (d') et Trébucq 2003 ; Guedri et Hollandts 2008a et autres) stipulent que les effets de l'actionnariat salarié sur la performance sont plutôt positifs, mais limités. Nous pouvons alors croire au moins, en une tendance positive de l'actionnariat salarié sur la création de valeur.

Blasi (1988) défend de son côté cette tendance positive. En se basant sur les recherches académiques et sur les expériences des entreprises américaines en matière d'actionnariat salarié, il tire la conclusion qu'« *il n'existe aucune preuve que l'actionnariat salarié puisse nuire à une entreprise* ».

De plus, nous notons que les indices constitués de valeurs d'entreprises dotées d'actionnariat salarié surperforment le plus souvent les indices de référence. C'est le cas notamment de l'indice américain ACAS¹³⁴ sur la période 1992-1998 ainsi que de l'indice français IAS sur la période 1990-2001 (Arcimoles (d') et Trébucq, 2003).

Par ailleurs, et en nous référant aux développements théoriques traitant des effets de l'actionnariat salarié, nous distinguons plusieurs arguments qui plaident pour la mise en place de cet actionnariat dans les entreprises. L'argument éthique suggère que l'actionnariat salarié et la participation des employés aux bénéfices et à la prise de décision de leur entreprise conduisent à une société basée sur la justice, l'égalité, la démocratie et le respect de la personne (Blasi 1988). De plus, l'actionnariat salarié augmenterait la perception d'un intérêt commun à la performance de l'organisation en créant une identification accrue à l'entreprise (French et Rosenstein 1984 ; Kuvaas 2002) ainsi que des sentiments de solidarité, et loyauté envers les autres membres de l'entreprise (French 1987). En outre, les salariés seraient plus satisfaits car ils seraient sensibilisés à leur importance dans l'entreprise et auraient un retour financier supérieur sur leur travail (French 1987 ; French et Rosenstein 1984).

De surcroît, d'autres auteurs se sont basés sur la théorie de l'agence pour expliquer les effets positifs de cet actionnariat. En effet, Desbrières (2002), Dondi (1992), Gamble et al. (2002) et Long (1980) estiment que l'actionnariat salarié permettrait de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires, entraînant ainsi une coopération supérieure entre salariés et dirigeants ainsi qu'une baisse de leurs conflits.

Selon Desbrières (2002), l'actionnariat salarié peut se définir comme la « *volonté d'associer les salariés à la performance économique et financière de l'entreprise et de stimuler leurs efforts grâce aux avantages financiers, fiscaux et sociaux qui y sont attachés, dans la mesure où leur motivation et implication dépendent pour une part substantielle du lien existant entre cette performance et leur richesse personnelle* ». Autenne (2005) note à cet égard que « *L'octroi de rémunérations liées à la performance de l'entreprise va inciter les travailleurs à adopter des comportements ayant un impact positif sur cette performance et donc sur leur niveau de rémunération* ».

Tous ces arguments nous ont permis de **présumer un effet positif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur**. Étant donné que l'objectif de notre recherche est de déterminer la nature

¹³⁴ Constitué des valeurs des 350 entreprises nord-américaines détenues à plus de 10% par leurs salariés.

de la relation entre une politique d'actionnariat des salariés d'une part, et la création de valeur actionnariale et partenariale d'autre part, nous envisageons de tester alors les deux hypothèses suivantes :

H₁ : La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur actionnariale.

H₂ : La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur partenariale.

Rappelons que l'objectif de la firme dans sa nouvelle conception partenariale est de maximiser la création de la valeur partenariale tout en assurant l'équilibre entre les différentes parties prenantes (Fama 1980 ; Blair 1996 et Charreaux et Desbrières 1998). Donc, la problématique de la valeur partenariale soulève inmanquablement celle des destinataires de la valeur créée et, par conséquent, de sa répartition (Poulain-Rehm 2006). À cet égard et étant donné que le rôle présumé de l'actionnariat salarié est de défendre et protéger les intérêts des employés, nous émettons une troisième hypothèse qui se formule comme suit :

H₃ : La présence de l'actionnariat des salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

De surcroît, d'autres hypothèses doivent s'inscrire dans notre étude pour compléter les trois premières que nous venons d'énoncer.

D'abord, nous devons signaler à ce niveau que l'actionnariat salarié est un phénomène qui se caractérise par son caractère cumulatif (Guedri et Hollandts, 2008a). En effet, la grande majorité des entreprises instaurant de l'actionnariat salarié augmentent la part du capital réservée aux salariés de manière régulière. Ceci nous incite alors à tenir compte, dans notre étude empirique, du pourcentage du capital détenu par les salariés et ne pas se contenter de la seule présence ou non de l'actionnariat salarié. Trois autres hypothèses s'ajoutent alors, et se formulent comme suit :

H_{1.1} : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur actionnariale.

H_{2.1} : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur partenariale.

H_{3.1} : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

Comme nous l'avons précisé antérieurement¹³⁵, les salariés acquièrent des droits en devenant actionnaires de leur firme. Ces droits et avantages dépendent certes, des droits de vote qui leur sont accordés.

Au sein d'une firme, le partage du pouvoir est particulièrement apprécié en fonction de la répartition des droits de vote entre les différentes catégories d'actionnaires. De plus, St Pierre et al. (1996) précisent que les droits de vote servent à analyser la distribution de pouvoir entre les actionnaires, les dirigeants et les administrateurs. Il nous paraît important par conséquent d'inclure dans notre analyse le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés actionnaires d'autant plus que cette variable pourrait expliquer le partage du pouvoir entre acteurs externes et acteurs internes. Trois autres hypothèses viennent aussi compléter les trois premières déjà formulées :

H_{1.2} : Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la création de valeur actionnariale.

¹³⁵ Se référer à la seconde section du deuxième chapitre (II-1, p. 109)

H_{2.2} : Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la création de valeur partenariale.

H_{3.2} : Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

Conclusion de la section

La littérature sur l'actionnariat salarié a tout d'abord cherché à étudier ses liens avec la performance organisationnelle. Les résultats de ces études se sont avérés plutôt mitigés, bien qu'ils aboutissent globalement à des effets soit positifs soit négligeables (Buchko 1993 ; Gamble et al. 2002 ; Arcimoles (d') et Trébucq 2003 ; Guedri et Hollandts 2008a ;...). Toutefois, les prédictions théoriques ont souvent sous-entendu que les effets (positifs ou négatifs) de l'actionnariat salarié sur la performance des organisations ne seraient pas directs mais qu'ils opèreraient à travers les effets sur les attitudes et comportements des salariés actionnaires (Caramelli 2006). Les implications de l'actionnariat salarié sont alors multiples. Nous avons présenté, au niveau de cette première section, l'état de la recherche sur ce thème d'après deux perspectives : L'actionnariat salarié a pour vocation d'inciter les salariés en influant sur leurs comportements et attitudes d'une part (I), il a des implications sur la performance de l'entreprise d'autre part (II). Une troisième sous-section (III) a été consacrée à la formulation des hypothèses portant sur la relation directe entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ». Tester cette relation dans la double approche actionnariale et partenariale a exigé d'abord la formulation de trois hypothèses. Par la suite, il nous est paru important d'inclure dans notre analyse le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés actionnaires. Trois autres hypothèses viennent alors compléter les trois premières déjà formulées.

Dans ce qui suit, et pour mener à bien l'objectif de notre recherche, nous consacrons la seconde section à l'étude des facteurs susceptibles d'influencer cette relation. Au regard des travaux antérieurs, certaines variables telles que la propriété managériale, la concentration du capital, la propriété institutionnelle et la représentation des salariés actionnaires au conseil paraissent avoir un effet modérateur sur la relation.

SECTION II : Les facteurs modérateurs de la relation entre actionnariat salarié et création de valeur : développements et formulation des hypothèses

Bien que peu de travaux aient remis en cause l'hypothèse de base d'effets positifs de l'actionnariat salarié sur les performances économique et financière, les études empiriques traitant de cette relation présentent des résultats peu concluants du fait de leurs conclusions contradictoires. Ce manque d'homogénéité des résultats obtenus a évoqué certaines remarques dont notamment, l'importance de variables modératrices¹³⁶ dans la relation étudiée, qui selon le cas peuvent aboutir à des effets soit positifs, soit négatifs de l'actionnariat salarié sur la performance (Doucouliagos, 1995). À cet égard et en reprenant leurs termes, Sasil et al. (2001) stipulent que « *Additional research is needed to determine the conditions under which employee ownership improves economic outcomes (...)* ».

S'inscrivant dans ce cadre, l'intérêt essentiel de notre recherche est la contribution à une meilleure définition des conditions d'efficacité de l'actionnariat salarié dans la création de valeur. Pour cela, et afin de mener à bien notre objectif, nous nous proposons d'élucider cette relation à travers des variables qui semblent avoir une influence modératrice à savoir, la concentration du capital, la présence d'investisseur(s) institutionnel(s), l'actionnariat du dirigeant et la représentation des salariés actionnaires au conseil.

I- La concentration du capital

Denis et al. (1997) suggèrent que la concentration du capital est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. Selon Alexandre et Paquerot (2000), les propriétaires de l'entreprise détenant une part importante du capital ont un intérêt certain à investir dans le contrôle, puisque les gains résultant de cette action leur reviendront en grande partie. Dans ce cadre, Caby et Hirigoyen (1998) précisent que « *les entreprises qui ont un capital peu concentré laissent une marge de manœuvre appréciable aux dirigeants (...)* », ce qui peut certainement inciter ces derniers à adopter une stratégie d'enracinement.

¹³⁶ Selon Brauer (2000), une variable modératrice (ou modulatrice) est une variable qui module l'effet de la variable indépendante X sur la variable dépendante Y.

Étant donné que l'actionnariat salarié est aussi, un possible vecteur de contrôle ou d'enracinement des dirigeants, la concentration du capital a, *a priori*, un effet modérateur sur la relation étudiée.

Dans ce cadre et en étudiant l'impact de la mise en place d'un ESOP sur la performance des entreprises américaines, Park et Song (1995) montrent que la performance moyenne augmente pour les sociétés disposant d'au moins un *blockholder* extérieur pouvant assurer le contrôle des dirigeants. En l'absence d'un tel actionnaire, le lien entre la part du capital détenu par les salariés et la performance est négatif car les dirigeants peuvent détourner les droits de vote y étant attachés pour gérer la firme dans leur propre intérêt.

Également, Winther (1995) constate que les effets positifs de l'ESOP dépendent de la structure de l'actionnariat. L'effet serait positif pour les sociétés dotées d'au moins un actionnaire externe, institutionnel ou individuel, et détenant plus de 5 % du capital.

Donc, *a priori*, la concentration du capital vient inhiber l'enracinement des dirigeants et renforcer le rôle positif de l'actionnariat salarié en tant que mécanisme de contrôle et de motivation. Cette variable pourrait être une variable modératrice ayant une influence positive sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ». Nous nous proposons alors de tester les deux hypothèses suivantes :

H_{4-a} : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

H_{4-b} : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Si nous présumons que la présence de détenteur(s) de bloc extérieur(s) renforce le rôle de l'actionnariat salarié en tant que mécanisme de motivation et de contrôle, les intérêts de l'ensemble des salariés seraient alors préservés. Nous émettons dans ce cadre l'hypothèse suivante à vérifier :

H_{4-c} : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés ».

II- La propriété institutionnelle

L'intérêt que nous portons aux investisseurs institutionnels¹³⁷ s'explique par le fait qu'ils sont considérés comme étant des actionnaires « influents », dans la mesure où ils sont capables d'influencer l'horizon d'investissement des *managers* (Eng et Shakell, 2001). De plus, ces actionnaires sont considérés en mesure d'exercer un contrôle des dirigeants plus efficace que celui exercé par les autres catégories d'actionnaires. Un contrôle plus efficace permettrait certes d'empêcher l'enracinement des dirigeants, et d'assurer une meilleure création de valeur.

Selon Sundaramurthy (2000), le niveau des investissements institutionnels est considéré comme un indicateur valable pour apprécier l'efficacité de ce contrôle. En effet, grâce à leur activisme croissant et à leur indépendance apparente par rapport aux *managers*, ces actionnaires paraissent mieux habilités que d'autres catégories d'actionnaires à contrôler efficacement les dirigeants de sorte à assurer une maximisation de la valeur de la firme.

Contrairement aux actionnaires individuels, les actionnaires institutionnels investissent largement dans les firmes ; ce qui les rend plus concernés par la performance de la firme (Pound, 1988).

Différents travaux ont affirmé l'aptitude des investisseurs institutionnels à contrôler les dirigeants dans la mesure où ils sont considérés comme indépendants du management (Brickley et al., 1988). Ces actionnaires sont perçus comme des contrôleurs des dirigeants puisqu'ils disposent d'une part de ressources leur permettant de contrôler à un coût plus faible que les autres actionnaires, et d'autre part d'un meilleur accès à l'information du fait de leur activité et des nombreux investissements qu'ils réalisent (Alexandre et Paquerot, 2000).

Par ailleurs, et en dehors du contrôle qu'ils sont susceptibles d'exercer, Jensen (1993) avance que la seule présence de ces investisseurs rend plus crédible une menace de prise de contrôle.

¹³⁷ Selon Brancato (1997), l'investisseur institutionnel est toute organisation qui gère des fonds au profit d'un groupe d'individus ou d'autres organisations.

Dans le cadre d'une étude portant sur les moyens d'empêcher les dirigeants de se protéger contre les tentatives de prises de contrôle hostiles, Sundaramurthy (2000) précise aussi, que la présence des investisseurs institutionnels au capital de la firme empêche les dirigeants d'adopter des mécanismes anti-OPA confirmant ainsi l'approche « activiste » du rôle des institutionnels.

En résumé, étant perçus comme des partenaires « influents » pour les firmes (Smith, 1996), les investisseurs institutionnels paraissent disposer de moyens significatifs pour obliger les dirigeants à augmenter la performance de la firme. Compte tenu de leur activisme, ces actionnaires semblent jouer un rôle important dans la gouvernance des entreprises (Sundaramurthy, 2000 ; Yang et al., 2008) puisqu'ils disposent de différents moyens pour contrôler et surveiller les dirigeants. Aussi, la stabilité de cette propriété institutionnelle présente un effet positif et significatif sur la performance de l'entreprise (Elyasiani et al., 2010).

Eu égard à ces développements, nous pouvons prédire qu'en présence d'investisseurs institutionnels, l'actionnariat salarié est loin d'être instrumentalisé pour des fins d'enracinement des dirigeants. *A priori*, cette catégorie particulière d'actionnaires ne peut que renforcer l'aspect positif de l'actionnariat salarié comme étant un mécanisme d'incitation et de contrôle, surtout si nous nous référons aux résultats de Sundaramurthy et Lyon (1998) montrant la non opposition des intérêts des salariés actionnaires et ceux des investisseurs institutionnels.

Dans ce cadre, nous sommes en mesure d'avancer que la participation d'investisseur(s) institutionnel(s) au capital de l'entreprise pourrait être une variable modératrice ayant une influence positive sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

Nous nous proposons alors de tester les hypothèses suivantes :

H_{5-a} : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

H_{5-b} : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Si nous présumons que la participation d'investisseur(s) institutionnel(s) renforce le rôle de l'actionnariat salarié en tant que mécanisme d'incitation et de contrôle, les intérêts de l'ensemble des salariés seraient alors mieux préservés. Nous émettons dans ce cadre l'hypothèse suivante à vérifier :

H_{5-c} : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés ».

III- La propriété managériale

Charreaux (1997) précise que dans l'état actuel de la littérature, trois conceptions principales quant à la relation entre la propriété managériale et la performance semblent s'affronter : la thèse de « la convergence des intérêts », la thèse de « la neutralité » et enfin la thèse de « l'enracinement ».

Selon la première thèse, soutenue initialement par Berle et Means (1932) et reprise notamment par Jensen et Meckling (1976), plus la propriété managériale est importante, plus grande sera la valeur de la firme : une propriété managériale importante assure un alignement des intérêts des *managers* sur ceux des actionnaires et donc une baisse des coûts d'agence. Ces auteurs considèrent en effet, l'actionnariat managérial comme étant un mécanisme de contrôle interne servant à aligner les intérêts des managers avec ceux des actionnaires.

Cette thèse a notamment été contestée par Demsetz (1983) qui soutient que la structure de propriété en tant que variable endogène du processus de maximisation de la valeur n'aurait

pas d'influence sur la valeur de la firme. C'est la thèse de « la neutralité » selon laquelle toutes les formes de structure de détention du capital sont équivalentes : la performance est essentiellement dépendante de l'environnement et des conditions d'exploitation de la firme. Cette hypothèse est, selon Mtanios et Paquerot (1999) « *très pessimiste quant aux moyens dont disposent les actionnaires pour contraindre les dirigeants à la performance* ».

Enfin, la thèse de « l'enracinement » soutient que les dirigeants qui possèdent une majorité solide du capital (au delà d'un certain seuil), échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur, accentuant davantage les problèmes d'opportunisme. Dans ce cadre et à partir d'une étude empirique, Morck, Shleifer et Vishny (1988) parviennent à proposer un modèle non linéaire selon lequel l'évolution de l'actionnariat managérial conduit les dirigeants à s'enraciner. Ces auteurs précisent qu'il existe une relation non linéaire entre la fraction du capital détenue par les managers et la valeur de l'entreprise : la performance de l'entreprise s'accroît avec l'évolution de l'actionnariat managérial jusqu'à atteindre un pourcentage de détention égal à 5% du capital. À partir de ce seuil et jusqu'à une détention égale à 25% du capital, la performance de l'entreprise se dégrade avec l'évolution de cet actionnariat. Au delà de 25%, la performance se relance de nouveau mais dans une moindre mesure.

Deux récentes études viennent confirmer la relation non linéaire entre « la propriété managériale » et « la performance ». En effet, Hu et Zhou (2008) et Bradley et Wallace (2009) montrent que la relation est de la forme (U) inversé. D'après les premiers, le point d'inflexion à partir duquel la relation devient négative est égal à 50%.

De leur côté, Griffith et al. (2002) précisent que l'évolution de l'actionnariat managérial au-delà d'un certain seuil, réduit l'aptitude et le pouvoir de contrôle du marché. Le dirigeant enraciné cherche alors à maximiser son utilité personnelle au lieu d'augmenter la richesse de ses actionnaires (Gharbi et Lepers, 2008).

Rappelons que d'après Cyert et March (1963) et Mintzberg (1986), l'organisation est une coalition interactive de différents groupes d'individus aux objectifs et aux préférences conflictuels. Mintzberg (1986) distingue la coalition interne de la coalition externe. Dans la mesure où la coalition interne dépend notamment des jeux de pouvoir entre les acteurs

internes, les salariés actionnaires pourraient choisir d'adhérer à cette coalition **aux dépens des intérêts de la coalition externe** s'ils estimaient leurs objectifs privilégiés.

Donc, *a priori*, l'actionnariat managérial défavorise la création de la valeur actionnariale via l'actionnariat salarié. À notre connaissance, une seule et unique étude qui a testé cet effet. Il s'agit de l'étude de Chang et Mayers (1992) qui a confirmé, dans un contexte américain, l'effet modérateur de l'actionnariat managérial. En effet, les auteurs montrent que la réaction du marché financier à l'annonce de l'adoption d'ESOPs n'est pas une fonction linéaire du taux de participation initial des dirigeants, et ce conformément au modèle théorique de Stulz (1988). La rentabilité anormale moyenne apparaît :

- faiblement positive lorsque cette participation initiale est inférieure à 10% (résultat en faveur de l'alignement des intérêts entre actionnaires, dirigeants et salariés) ;
- significativement positive, lorsque cette participation initiale est comprise entre 10% et 20% (résultat en faveur de l'alignement des intérêts entre actionnaires, dirigeants et salariés) ;
- faiblement négative lorsque cette participation initiale est supérieure à 40%. Ce résultat soutient l'hypothèse d'enracinement des dirigeants et l'affiliation des employés aux dirigeants contre les intérêts des actionnaires.

Dans ce cadre, notre hypothèse se formule comme suit :

H_{6-a} : La propriété managériale modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Par ailleurs, le dirigeant, détenant un certain pourcentage de capital, peut privilégier une relation gouvernée par la **confiance** et avantager les salariés actionnaires en adoptant une stratégie de **coopération** afin de renforcer leur appartenance interne. Ceci est de nature à accroître la création de valeur partenariale.

Nous envisageons alors de tester les deux hypothèses suivantes :

H_{6-b} : La propriété managériale modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

H_{6-c} : La propriété managériale modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés ».

Nous signalons finalement que, analyser l'effet des deux variables traduisant la structure de propriété (la concentration du capital et la propriété managériale) revient certes, à la prise en compte de la nature de la firme. En effet, s'appuyant sur les travaux de Fama et Jensen (1983) et Lawriswsky (1984), Charreaux et Pitol-Belin (1985a et b) proposent la classification suivante des entreprises :

- *Les sociétés managériales* (Fama et Jensen, 1983) : qui se caractérisent par une séparation des fonctions de « propriété » et de « décision ». C'est le cas où aucun dirigeant ne détient de part significative du capital.
- *Les sociétés familiales* (Fama et Jensen, 1983) : qui sont marquées, contrairement aux entreprises familiales, par la non-séparation entre les fonctions de « propriété » et de « décision ». Dans le cadre de ces sociétés, les familles détiennent la majeure partie du capital.
- *Les sociétés contrôlées* (Lawriswsky, 1984 ; Charreaux et Pitol-Belin, 1985 a et b) : sont caractérisées par la concentration de leur capital. La firme est alors contrôlée par des actionnaires majoritaires. Le dirigeant, quant à lui, qui n'est pas nécessairement un actionnaire de la firme, est nommé. Il y a donc une séparation des fonctions de « propriété » et de « décision » avec une dépendance des dirigeants envers les actionnaires dominants.

IV- La participation des salariés actionnaires au conseil

Dans le cadre de l'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur les comportements et attitudes des employés, plusieurs travaux (Long 1978b et 1981 ; Rhodes et Steers 1981 ; Rosen et al. 1986 ; Klein et Hall 1988 ; Buchko 1993 ; Pendleton et al. 1998) ont montré

l'importance et la suprématie du modèle instrumentale. Rappelant, ce modèle suppose que l'effet positif de l'actionnariat salarié dépend de la participation aux décisions qui l'accompagne. Également, plusieurs études (General Accounting Office 1986 ; Quarrey et Rosen 1987 ; Winther 1989 ; Jones et Kato 1993) ont conclu à l'influence positive et à l'importance des pratiques participatives dans la relation « actionnariat salarié » et « performance ». La participation au conseil (d'administration ou de surveillance) se trouve au cœur de ces pratiques participatives.

À cet égard, Desbrières (2002) note que, en leur permettant de protéger leur investissement en capital humain spécifique à la firme, la représentation de salariés dans le conseil conduit à une amélioration de la satisfaction, de l'implication et de la productivité des salariés, et favorise l'accélération du processus d'innovation et l'augmentation de la qualité. Aussi, cette représentation permet le partage d'une information pertinente et favorise, selon Smith (1991), la réduction de l'asymétrie d'information supportée par les actionnaires externes.

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

L'auteur ajoute dans ce cadre, que la présence au conseil de salariés en raison de leur qualité d'actionnaires revêt plus d'intérêt qu'une simple participation institutionnelle, dans la mesure où leur contrôle dépend désormais de la valeur de leur portefeuille d'actions : elle contribue à réduire le différentiel de pouvoir entre les dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise, favorisant ainsi l'émergence d'une coalition coopérative.

L'ensemble de ces avantages connus à la participation des salariés actionnaires au conseil nous permet de penser que cette dernière favorise la création de valeur (actionnariale et partenariale) via l'actionnariat salarié. Nous envisageons alors de tester dans ce cadre les hypothèses suivantes :

H_{7-a} : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

H_{7-b} : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

En qualité d'administrateurs désignés par l'assemblée générale ordinaire, les salariés actionnaires disposent d'une position adaptée pour veiller à la défense de leurs intérêts et notamment à la protection de leurs investissements spécifiques à la firme. Cela nous suggère de formuler l'hypothèse suivante :

H_{7-c} : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés ».

Synthèse des hypothèses de l'étude

Au niveau de la première section du présent chapitre, nous avons formulé les premières hypothèses de l'étude relatives au sens et à la nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur » sous un angle à la fois actionnarial et partenarial.

Les développements théoriques et empiriques portant sur le lien entre l'actionnariat salarié et la performance au sens générique du terme, nous ont permis de proposer un ensemble d'hypothèses ainsi formulées :

Hypothèse 1 : La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur actionnariale.

Hypothèse 2 : La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur partenariale.

Hypothèse 3 : La présence de l'actionnariat des salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

Par la suite, il nous est paru important d'inclure dans notre analyse respectivement le pourcentage d'actions détenues par les salariés et le pourcentage des droits de vote qui leur sont accordés. Six autres hypothèses viennent alors compléter les trois premières déjà formulées :

Hypothèse 1.1 : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur actionnariale.

Hypothèse 2.1 : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur partenariale.

Hypothèse 3.1 : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

Hypothèse 1.2 : Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la création de valeur actionnariale.

Hypothèse 2.2 : Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la création de valeur partenariale.

Hypothèse 3.2 : Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

Étant donné que l'intérêt essentiel de notre recherche est la contribution à une meilleure définition des conditions d'efficacité de l'actionnariat salarié dans la création de valeur, nous avons cherché au niveau de la seconde section, à élucider cette relation à travers des variables qui semblent avoir une influence modératrice, à savoir la concentration du capital, la propriété institutionnelle, la propriété managériale et la représentation des salariés actionnaires au conseil. Pour chacune de ces variables, trois hypothèses ont été formulées.

**** La concentration du capital :***

Hypothèse 4-a : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 4-b : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 4-c : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés ».

**** La propriété institutionnelle :***

Hypothèse 5-a : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 5-b : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 5-c : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés ».

*** La propriété managériale :**

Hypothèse 6-a : La propriété managériale influence la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 6-b : La propriété managériale influence la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 6-c : La propriété managériale influence la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés ».

*** La participation des salariés actionnaires au conseil :**

Hypothèse 7-a : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 7-b : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 7-c : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés ».

Conclusion de la première partie

À travers les trois chapitres conceptuels exposés dans le cadre de la première partie, nous avons examiné les travaux permettant de définir la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur dans le cadre de la double approche, actionnariale et partenariale, de la gouvernance des entreprises. Par le biais de l'exposé et de l'analyse de la revue de la littérature, nous avons élaboré un cadre d'analyse qui permet de mieux cerner la relation visée par notre recherche.

Les résultats des recherches antérieures et l'interprétation que nous en faisons nous conduisent à émettre un ensemble d'hypothèses théoriques, qui permettent d'affiner notre problématique et nos questions de recherche sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

Notre analyse de la littérature s'est articulée autour de trois chapitres : les deux premiers ont été consacrés respectivement à la présentation de la gouvernance des entreprises dans la double approche actionnariale et partenariale, et à l'étude du rôle de l'actionnariat salarié dans le cadre de la *corporate governance*. Le troisième chapitre a porté sur la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur.

Au regard des développements théoriques élaborés dans le cadre de cette première partie, nous proposons une brève synthèse :

- *Le premier chapitre* a traité de la gouvernance d'entreprise dans son double aspect actionnarial et partenarial, tout en soulignant le passage d'une valeur actionnariale vers une valeur de type partenariale qui reconnaît les droits des différents *stakeholders*.
- *Le deuxième chapitre* a montré le rôle et la place de l'actionnariat salarié dans la *corporate governance*. Ce chapitre a ainsi porté sur les aspects pratiques et théoriques de l'actionnariat salarié. La définition de la relation d'agence entre les dirigeants et les salariés actionnaires nous a conduit notamment à souligner l'importance des conflits de pouvoir entre ces acteurs. L'approche de l'entreprise comme une coalition d'individus (Cyert et March, 1963 ; Mintzberg, 1986) a permis

de mettre la lumière sur le rôle *a priori* ambigu de l'actionnariat salarié dans le cadre de la gouvernance des entreprises.

- *Le troisième chapitre* a essayé de démêler la nature et les caractéristiques de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur. La prise en compte de l'interdépendance entre l'ensemble des mécanismes de contrôle nous a conduit à intégrer l'influence certains de ces mécanismes sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

À partir de l'ensemble des développements théoriques, nous avons émis un ensemble d'hypothèses théoriques nous permettant d'affiner notre problématique qui s'énonce comme suit :

« *Quelle est la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ?* »

Cette problématique a été décomposée en trois questions de recherche essentielles :

- Dans quelle(s) mesure(s) l'actionnariat salarié est une source de création de valeur actionnariale ?
- Dans le cadre de l'approche partenariale, l'actionnariat salarié est t-il un facteur de création et/ou de répartition et redistribution de la valeur ?
- Quelles sont les variables qui influencent ces relations ? et comment ?

Les développements théoriques élaborés au niveau de cette première partie et la confrontation entre les résultats des différents travaux empiriques nous ont conduit à émettre des hypothèses théoriques ($H_{1/1.1/1.2}$; $H_{2/2.1/2.2}$; $H_{3/3.1/3.2}$; $H_{4.a/b/c}$; $H_{5.a/b/c}$; $H_{6.a/b/c}$ et $H_{7.a/b/c}$) afin de mieux définir la nature de la relation.

La seconde partie, empirique, présente la méthodologie de recherche adoptée afin de tester les hypothèses théoriques. Elle sera aussi l'occasion d'exposer et d'interpréter les résultats empiriques et de répondre ainsi aux questions de recherche.

SECONDE PARTIE

NATURE ET CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIE ET CREATION DE VALEUR : UNE ANALYSE EMPIRIQUE

Introduction

Après avoir exposé et analysé la littérature sur l'actionnariat salarié, nous avons proposé un ensemble d'hypothèses théoriques qui régissent et définissent la nature ainsi que les caractéristiques du lien entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

Au regard de ces hypothèses, l'actionnariat salarié contribue à la création de valeur. Cette relation peut être modérée par le biais de certaines variables dites « modératrices ». L'objet de cette seconde partie est alors de tester empiriquement l'ensemble de ces hypothèses.

Une analyse empirique de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur nécessite la définition de la méthodologie à adopter dans notre recherche (**chapitre IV**).

Le second chapitre (**chapitre V**) de cette partie sera consacré à l'exposé des résultats des différents tests empiriques. L'interprétation de ces résultats nous oriente alors vers une définition du lien entre l'actionnariat salarié et la création de valeur, sous un angle à la fois actionnarial et partenarial.

CHAPITRE IV

MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

Introduction

Suite à l'énoncé, au niveau de la première partie de ce travail doctoral, de l'ensemble des hypothèses de recherche découlant de l'analyse de la littérature, nous entamons la partie empirique par la présentation de la méthodologie à adopter.

L'ensemble du travail élaboré au niveau de la partie théorique oriente certainement le choix de la méthodologie à adopter au niveau de la partie empirique. Comme nous l'avons déjà signalé au niveau de l'introduction générale, le souci de la continuité renvoie, dans notre cas d'étude, à l'adoption d'**une démarche hypothético-déductive**.

La première section du présent chapitre vient alors justifier l'adoption de cette démarche ainsi que les choix méthodologiques qu'elle induit. **La deuxième section** traite de l'opérationnalisation et définition de l'ensemble des variables de notre modèle de recherche.

La troisième section traduit, quant à elle, la démarche statistique à adopter pour traiter les données ; et présente les tests et outils statistiques à utiliser.

SECTION I : Nature de la recherche et origine des données

Cette première section nous permettra d'abord de nous prononcer sur la nature de la recherche et sur les choix méthodologiques qu'elle induit. Par la suite, un second volet traitera l'origine des données collectées.

I- Nature de la recherche

Si nous faisons un aperçu des démarches méthodologiques adoptées, deux figures méthodologiques classiques apparaissent :

- * D'un côté, le modèle hypothético-déductif où l'on enseigne la théorie avant d'aller vers la pratique.
- * De l'autre côté, le modèle empirico-inductif qui emprunte le chemin inverse et part de l'expérimentation et du terrain pour remonter vers la loi générale.

Chacun de ces modèles, présente des avantages et des limites. Dans le premier modèle, le raisonnement s'appuie sur une théorie. Si l'hypothèse de départ est pertinente et se trouve en phase avec le réel, elle permettra d'expliquer celui-ci. Mais, si elle est en déphasage avec la réalité, elle restera certainement plaquée sur le réel sans réussir à l'expliquer. Le second modèle favorise, quant à lui, le sens de l'observation et de la créativité, en partant d'un fait réel avant de remonter vers une loi qui peut s'avérer, elle aussi, complètement fausse dans sa généralisation.

Donc, *a priori*, il n'existe pas de modèle supérieur à l'autre. L'adoption d'un tel modèle ou d'une telle démarche dépend certainement du contexte de la recherche, de la problématique et de l'objectif mené.

Dans le cadre de notre étude, nous adoptons le premier cheminement classique à savoir, le modèle hypothético-déductif qui se caractérise, selon Royer et Zarlowsky (1999), par une approche scientifique. En effet, cette approche va du général au particulier. La détermination d'une théorie de portée générale vient avant la vérification dans une situation particulière. La première partie du processus de recherche est composée de l'exposition de la problématique de recherche, de l'élaboration du cadre théorique, de l'énonciation des hypothèses (ou plus globalement, des conjectures théoriques) et de la spécification du cadre opératoire. La

seconde partie, quant à elle, consiste à confronter ces hypothèses (qu'on tente de corroborer ou de réfuter) à la réalité et porter un jugement sur leur pertinence. La déduction est donc, un raisonnement qui fonde la démarche hypothético-déductive.

Le schéma ci-après de Charreire et Durieux (2003) explique le mode de raisonnement et connaissance scientifique de la logique déductive :

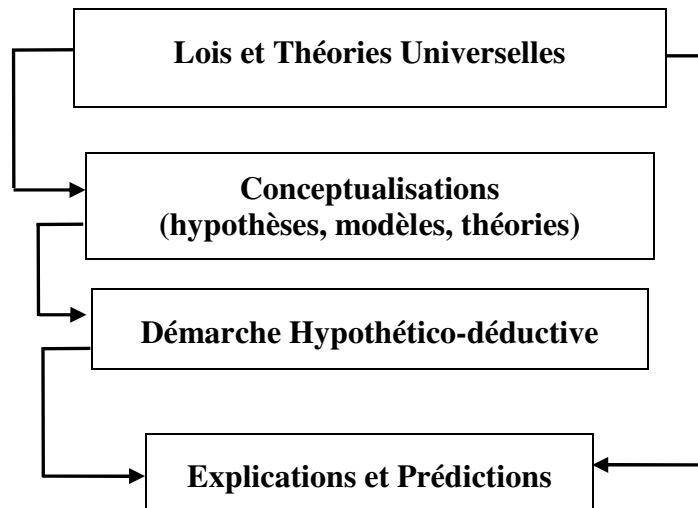


Schéma 4.1 : Mode de raisonnement et connaissance scientifique de la logique déductive (Charreire et Durieux, 2003)

Il nous reste à signaler à ce niveau, que le succès d'une démarche hypothético-déductive dépend de la justesse de la théorie servant de base à la formulation des hypothèses, de la qualité des données et de la sensibilité des analyses statistiques utilisées.

Quant au positionnement épistémologique de notre recherche, et étant donné que cette dernière est de nature explicative, le paradigme auquel nous faisons référence est le positivisme. D'ailleurs, selon Séville et Perret (2003), la démarche hypothético-déductive traduit l'adhésion du chercheur au paradigme positiviste¹³⁸.

¹³⁸ « On peut se demander ce qui a conduit la science normale positiviste à privilégier ainsi une approche hypothético-déductive. La réponse est à chercher dans le principe voulant que la science se donne pour visée la découverte de lois générales autorisant l'explication et la prédiction » (Luckerhoff et Nguyen-Duy, 2007).

Conformément à cette perspective, les positivistes cherchent à découvrir la réalité et tentent de dévoiler les raisons simples par lesquelles les faits observés sont reliés aux causes qui les expliquent. Leur objet de recherche n'est, selon Allard-Poesi et Maréchal (2003), qu'une interrogation objective des faits qui se traduit par la mise à l'épreuve empirique d'hypothèses théoriques préalablement formulées et puisées de la littérature.

Nous inscrivant dans cette perspective, nous avons identifié un certain nombre d'insuffisances issues des travaux antérieurs, qui nous ont permis de formuler un ensemble d'hypothèses théoriques que nous nous proposons de résoudre.

Compte tenu de notre problématique, de nos questions de recherche et de la qualité des données à recueillir, nous signalons la nécessité de l'adoption d'une approche quantitative issue de données secondaires, pour vérifier l'ensemble des hypothèses de recherche. Nous abordons alors dans ce qui suit, les sources mobilisées pour la collecte des données pour présenter par la suite et au niveau de la deuxième section, les variables retenues dans le cadre de notre étude.

II- Source des données

S'agissant de tester empiriquement l'ensemble des hypothèses formulées dans la partie théorique, l'un des choix essentiels qu'il a fallu faire tient à celui du recueil des données adaptées à notre questionnement de recherche. Étant donné le type d'informations à recueillir, notre modèle de recherche est vérifié empiriquement, à partir de données secondaires. Ce type de données présente certainement des avantages, sans toutefois être exempt de risques et limites.

1- Les données secondaires : avantages et limites

Les données secondaires, contrairement aux données primaires, sont des données recueillies par d'autres, à un moment donné, pour un objectif précis, selon une certaine méthodologie et disponibles au moment de l'analyse.

L'utilisation de ce type de données offre certainement, des avantages au chercheur : En effet, ces données secondaires sont facilement accessibles et peu onéreuses. De plus, elles permettent, selon Mayrhofer (2006), d'éviter les biais dus à la récolte de données (questions

posées, biais de mesure, etc). Lorsqu'elles proviennent de sources sûres, ces données constituent une assurance de qualité quant à la représentativité de l'échantillon et aux procédures rigoureuses de recueil et d'analyse. De surcroît, leur utilisation offre au chercheur l'opportunité de mener des comparaisons longitudinales (dans le temps) et/ou géographiques.

Face à ces avantages, l'utilisation des données secondaires impliquent toutefois, certains risques : Ces données sont souvent agrégées et masquent de ce fait, certains détails. Mayrhofer (2006) en déduit alors qu'elles « permettent rarement de répondre avec précision au problème posé ». Aussi, nous révélons le risque d'une difficulté à contrôler la qualité des données disponibles et leur adéquation avec l'utilisation que l'on souhaite. Nous signalons également, le risque de l'absence de certaines variables ou dimensions nécessaires à la recherche. Dans ce cadre, Baumard et Ibert (2003) attribuent aux données secondaires une limite liée à l'incomplétude, ambiguïté ou contradictions entre les données collectées. Nous ajoutons finalement, le risque que certaines définitions ou méthodes de mesure des variables ou données changent courant la période de l'étude.

Malgré ces risques et limites inhérents à ce type de données, nous fondons notre recherche sur des données secondaires, vu qu'elles répondent le mieux à notre objectif. Nous essayons par ailleurs, de nous mettre à l'abri de certains de ces risques, pour mener à bien notre étude. Nous serons, par exemple, en mesure de nous assurer de la qualité et de la fiabilité des données, et que ces dernières sont encore valables au moment de la collecte.

2- Recueil des données

Notre étude empirique porte sur les sociétés françaises composant l'indice SBF 250 au 31 décembre 2008 ; cet indice étant censé être le plus représentatif des différentes activités de l'économie française (Trébucq, 2002).

Pour la collecte des données, nous avons été amenés à utiliser deux sources de données secondaires, à savoir la base de données « Worldscope » et la base de données « Ernstrade ». Cette dernière fournit la liste des entreprises cotées sur différents indices boursiers. Dans cette base de données, nous trouvons des rapports d'activités, des rapports annuels, des rapports abrégés, des bilans, des états de résultats, etc. Ces différents documents sont téléchargeables directement à partir des sites des différentes entreprises. Nos données (données comptables,

financières et de la gouvernance) sont extraites en quasi-totalité de cette base de données¹³⁹ et couvrent la période 2004- 2008, soit 5 ans¹⁴⁰.

Afin de compléter notre collecte de données, nous avons eu recours à la base de données « Worldscope », de laquelle nous avons tiré la seule variable¹⁴¹ qui n'a pas été fournie par les documents téléchargés.

Par ailleurs, nous notons que l'échantillon initial de notre étude a subi certaines restrictions. En effet, quelques catégories d'entreprises ont été ainsi éliminées :

- Les banques, établissements de crédit et compagnies d'assurances, compte tenu de leurs caractéristiques financières spécifiques ;
- Les sociétés commerciales, vu que notre étude retient parmi ses variables « la valeur ajoutée »¹⁴².
- les sociétés¹⁴³ présentant une valeur ajoutée négative, dans la mesure où cet indicateur devait servir de base de calcul à la création de valeur partenariale¹⁴⁴ ; et
- les sociétés présentant des données manquantes.

Après retraitements, notre échantillon final est constitué de 121 entreprises¹⁴⁵ observées sur une période d'analyse de 5 ans (2004-2008), soit 605 observations¹⁴⁶. Parmi ces entreprises retenues, 22 appartiennent au CAC 40, 32 exclusivement au SBF 120 (SBF 120 – CAC 40) et 67 exclusivement au SBF 250 (SBF 250 – SBF 120).

¹³⁹ À ce niveau, nous signalons que notre préférence pour la collecte à la main des données est justifiée essentiellement par le fait que :

- il y a certaines variables qui ne se trouvent pas sur « worldscope » et donc nous étions contraint de faire recours aux rapports annuels publiés ;
- certaines données sur « worldscope » manquent apparemment de fiabilité (exemple: un total des actionnaires supérieur à 100% du capital).

¹⁴⁰ Une première période de quatre mois, allant du février jusqu'au mai 2009, a été consacrée pour le téléchargement des rapports annuels et documents relatifs aux années 2004-2007. Le téléchargement des rapports annuels relatifs à l'année 2008 et la collecte à la main des données s'est déroulée pendant la période allant du début décembre 2009 jusqu'au 28 mars 2010.

¹⁴¹ Il s'agit de l'Economic Value Added (EVA) qui vient mesurer la création de valeur actionnariale (voir infra)

¹⁴² La « valeur ajoutée » néglige les fournisseurs, ce qui est de nature à engendrer un biais si nous retenons les entreprises commerciales. Notre intérêt porte de ce fait, uniquement sur les entreprises industrielles et de services.

¹⁴³ Une seule entreprise qui a affiché une valeur ajoutée négative pour deux années, et qui a été retirée de l'échantillon.

¹⁴⁴ Voir infra (deuxième section du présent chapitre).

¹⁴⁵ Voir liste des entreprises en annexe 1.

¹⁴⁶ Le choix des données de panel est effectué afin de tirer parti de la double dimension, individuelle (i) et temporelle (t), de l'information disponible.

Conclusion de la section

Sur la base de notre problématique et de nos questions de recherche, cette section a permis d'expliquer d'un point de vue théorique et pratique, notre démarche de recherche. Nous reprenons ci-dessous l'ensemble des développements exposés au fil de cette section :

- **Le design de la recherche :** rappelle l'inscription de notre recherche dans le cadre du paradigme positiviste. Dans cette perspective, notre démarche se propose, à travers une interrogation des faits, de résoudre et/ou de combler les éventuelles incohérences ou insuffisances rendant compte de la réalité (Allard-Poesi et Maréchal, 1999). Conformément à la logique empirique suggérée à la fin de la partie théorique de ce travail, nous avons adopté une démarche hypothético-déductive fondée sur une approche quantitative.

- **La collecte des données :** en dépit des contraintes liées aux données secondaires, nous avons opté pour une étude quantitative fondée sur ce type de données. Celles-ci ont été collectées essentiellement à partir de la base de données « Ernstrade » et complétées par « Worldscope ».

À partir des choix méthodologiques opérés dans le cadre de cette section, nous avons retenu un ensemble d'indicateurs mesurant les variables constituant notre modèle de recherche et qui font l'objet de la section (II) suivante.

SECTION II : Rappel des hypothèses et opérationnalisation des variables

L'objectif de cette section est double. Il s'agit en effet de rappeler les hypothèses de notre recherche et de présenter les indicateurs retenus pour mesurer les différentes variables, à expliquer et explicatives, composant notre modèle.

Cette présentation sera décomposée en deux parties : nous nous intéressons d'abord aux hypothèses portant sur le lien direct entre l'actionnariat salarié et la création de valeur dans la double perspective, actionnariale et partenariale. Nous présentons ensuite les hypothèses et les variables retenues dans le cadre de l'étude de l'influence de certains facteurs, *a priori* « modérateurs », sur la relation principale étudiée.

I- Relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur »

La problématique de notre recherche porte principalement sur la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur. Afin d'analyser cette relation principale, nous rappelons d'abord les hypothèses retenues. Nous exposons par la suite les mesures adoptées quant aux concepts et variables mobilisées. Il s'agit alors de présenter les indicateurs de l'actionnariat salarié d'une part, et ceux de la création de valeur actionnariale et partenariale d'autre part.

1- Rappel des hypothèses

Les neuf premières hypothèses théoriques (H_1 , H_2 , H_3 , $H_{1.1}$, $H_{2.1}$, $H_{3.1}$, $H_{1.2}$, $H_{2.2}$ et $H_{3.3}$) de notre modèle de recherche soutiennent l'idée d'un actionnariat salarié favorisant la création de valeur. Les trois premières (H_1 , H_2 et H_3) sont alors en rapport avec la présence de l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise :

Hypothèse 1 : La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur actionnariale.

Hypothèse 2 : La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur partenariale.

Hypothèse 3 : La présence de l'actionnariat des salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

Les trois hypothèses suivantes sont en rapport avec le pourcentage d'actions détenues par les salariés actionnaires :

Hypothèse 1.1 : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur actionnariale.

Hypothèse 2.1 : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur partenariale.

Hypothèse 3.1 : Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

Alors que les trois autres hypothèses ($H_{1,2}$, $H_{2,2}$ et $H_{3,3}$) sont en rapport avec les droits de vote qui leur sont éventuellement accordés :

Hypothèse 1.2 : Le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés favorise la création de valeur actionnariale.

Hypothèse 2.2 : Le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés favorise la création de valeur partenariale.

Hypothèse 3.2 : Le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

2- Définition et opérationnalisation des variables

Nous présentons les mesures retenues pour mesurer la variable à expliquer, à savoir la création de valeur (actionnariale et partenariale) ainsi que la principale variable explicative (variable d'intérêt) : l'actionnariat salarié.

A- La mesure retenue de la création de valeur

D'abord, c'est la **création de valeur actionnariale** qui a été retenue comme variable dépendante. La littérature empirique montre que plusieurs mesures ont été préconisées¹⁴⁷ pour cette variable dont notamment, le rendement des investissements (ROI), le ratio Q de Tobin, le ratio de Marris, l'EVA[®] (*Economic Value Added*) et la MVA (*Market Value Added*) développés par le cabinet Stern et Stewart (1991), la valeur boursière ajoutée (VBA) et l'indice de création de valeur (VCI).

Dans le cadre de notre étude, nous nous proposons de retenir deux mesures de la création de valeur actionnariale, résumées dans le tableau suivant :

¹⁴⁷ Pour plus de détails, se référer au point (III-1.) de la première section du premier chapitre.

Tableau 4.1 : Mesure retenue de la création de valeur actionnariale

Variable à expliquer	Indicateurs	Dénominations
Création de valeur actionnariale	Valeur économique ajoutée	EVA
	Valeur boursière ajoutée	VBA

Le premier indicateur, à savoir l'*Economic Value Added* (EVA[®]), a été retenu par Trébucq (2002). Bien que cet indicateur puisse faire l'objet de certaines critiques¹⁴⁸, il a toutefois l'avantage, en étant calculé à partir d'une série de retraitements comptables, de représenter l'une des rares mesures du profit économique publiée annuellement, et accessible en plus à tout actionnaire. La valeur de cet indicateur est donnée par le cabinet Stern et Stewart.

Le second indicateur, à savoir la valeur boursière ajoutée, a été proposé par Poulain-Rehm (2006). Il est inspiré de la méthode *Market Value Added* (MVA) de Stewart (1991) qui mesure la création de richesse accumulée par l'entreprise à partir de l'ensemble des fonds engagés par les investisseurs. C'est une version simplifiée de l'indicateur qui a été retenue, afin d'éviter les distorsions méthodologiques liées aux retraitements ou ajustements comptables préconisés par Stewart (pour cause, le plus souvent, de difficulté d'accès aux données). Pour calculer la valeur boursière ajoutée, il suffit de rapporter la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux employés à la valeur comptable de ces capitaux. La formule de calcul se présente alors comme suit :

$$\text{Valeur boursière ajoutée} = (\text{valeur de marché des capitaux employés}^{149} - \text{valeur comptable des capitaux employés}^{150}) / \text{valeur comptable des capitaux employés}.$$

Nous signalons à ce niveau que pour mesurer la « valeur de marché des capitaux employés », nous aurions dû intégrer la **valeur de marché** des dettes financières. En l'absence de cette donnée, nous avons pris comme approximation la valeur comptable.

Ensuite, nous nous intéressons à l'opérationnalisation de la **création de valeur partenariale**.

Dans ce cadre, nous signalons que la mesure de la création de valeur partenariale¹⁵¹ reste

¹⁴⁸ Nous avons souligné, au niveau de la seconde section (point I-1) du premier chapitre, deux critiques essentielles, à savoir la difficulté de mesure et le risque du court-termisme.

¹⁴⁹ Valeur de marché des capitaux employés = capitalisation boursière + valeur comptable des autres sources de financement (intérêt minoritaires + provisions pour risques et charges + dettes financières).

¹⁵⁰ Valeur comptable des capitaux employés = capitaux propres + intérêts minoritaires + provisions pour risques et charges + dettes financières.

jusqu'à nos jours un *puzzle* à résoudre et donc une piste de recherche nécessitant encore beaucoup de réflexions. Pour notre étude empirique, nous retenons à la manière de Poulain-Rehm (2006), la « valeur ajoutée » au sens comptable du terme comme mesure de la création de valeur partenariale. Cette mesure « *exprime la création ou l'accroissement de valeur que l'entreprise apporte aux biens et services en provenance des tiers. Elle correspond à la différence entre la production de l'exercice et les consommations de biens et services fournis par des tiers pour cette production* » (Poulain-Rehm, 2006).

Autrement dit, nous définissons la « valeur ajoutée » comme étant la richesse réelle créée par une entreprise du fait de son activité productrice. En effet, l'entreprise, lorsqu'elle effectue son opération de transformation, crée un supplément de richesse qui correspond à la différence entre le prix de vente du bien ou service fini qu'elle vend sur le marché, et le coût des éléments (matières premières, biens intermédiaires...) qu'elle incorpore dans le processus productif. Ce supplément de richesse s'appelle la « valeur ajoutée » et se calcule de la manière suivante¹⁵² :

$$\text{Valeur Ajoutée} = \text{chiffre d'Affaires} - \text{Somme (Consommations Intermédiaires)}$$

Par ailleurs et comme nous l'avons déjà noté, la problématique de la valeur soulève immanquablement celle des destinataires de la valeur créée et, par conséquent, de sa répartition. Pour répondre aux hypothèses (H₃, H_{3.1} et H_{3.2}), nous retenons, à la manière de Poulain-Rehm (2006), la répartition de la valeur ajoutée comme variable dépendante. Nous nous intéressons alors à la part de la valeur ajoutée allouée aux salariés qui peut se définir de la manière suivante :

$$\text{Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés} = \text{charges de personnel/valeur ajoutée}$$

Nous résumons dans le tableau suivant la mesure retenue de la création de la valeur partenariale :

¹⁵¹ Pour plus de développements, se référer au point (III-4) de la seconde section du premier chapitre.

¹⁵² D'un point de vue comptable, la valeur ajoutée est égale à la différence entre les comptes de produits de classe 70, 71 et 72 et les comptes de charges de classe 60, 61 et 62.

Tableau 4.2 : Mesure retenue de la création de valeur partenariale

Variable à expliquer	Indicateurs	Dénominations
Création de valeur partenariale	Valeur ajoutée	VA
	Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés	PSAL

B- La mesure retenue de l'actionnariat salarié

L'actionnariat salarié, principale variable explicative de la création de valeur, est aussi représenté par un ensemble d'indicateurs. Pareillement à la création de valeur, l'actionnariat salarié est aussi une donnée quantifiée. Ainsi, afin de mieux tenir compte des mesures validées par des travaux antérieurs, nous en exposons dans le tableau 4.3 un certain nombre.

Tableau 4.3: Les indicateurs d'actionnariat salarié dans les travaux antérieurs

Auteurs	Indicateurs de l'actionnariat salarié
Hammer et Stern (1980)	Part du capital détenu par les salariés actionnaires
Klein (1987)	Pourcentage des droits de vote détenus par les salariés
Chaplinsky et Niehaus (1994)	. Augmentation de la part détenue par les ESOPs . Part du capital détenu par les salariés actionnaires
Welbourne et Cyr (1999)	. Pourcentage d'actions détenues par les salariés et les autres dirigeants (variable muette) . Codification de la nature de l'actionnariat
Blair (2000)	Pourcentage du capital détenu par les salariés
Brailsford et al. (2002)	Pourcentage d'actionnariat des cadres, salariés et autres dirigeants
Trébucq (2002)	. Variable muette (1,0) sur la présence d'actionnaires salariés au capital . Pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires
Faley et al. (2006)	Pourcentage des droits de vote détenus par les salariés
Guedri et Hollandts (2008a)	. Variable binaire (1,0) sur la présence d'actionnaires salariés au capital . Pourcentage de capital détenu par les salariés . Pourcentage des droits de vote détenus par les salariés . Pourcentage des salariés qui sont actionnaires . Nature de la détention (directe, indirecte ou double)

Prenant acte de la mesure de l'actionnariat salarié, nous avons sélectionné un ensemble d'indicateurs repris dans le tableau 4.4 suivant :

Tableau 4.4: Mesure retenue de l'actionnariat salarié

Variable explicative	Indicateurs	Dénominations
Actionnariat salarié	Présence de l'actionnariat salarié (variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise dispose de l'actionnariat salarié, sinon 0)	PAS
	Pourcentage du capital détenu par les salariés	PKSAL
	Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés	PDVSAL
	Forme de l'actionnariat salarié : au nominatif (1)/ FCP-PEE (2)/ multiforme (3)	FORMAS

D'abord et étant donné que notre échantillon se compose d'entreprises dotées de l'actionnariat salarié et d'autres qui n'en disposent pas, nous avons retenu « **la présence de l'actionnariat salarié** » comme premier indicateur de l'actionnariat salarié. C'est une variable binaire prenant la valeur (1) quand l'entreprise a de l'actionnariat salarié et la valeur (0) quand elle n'en a pas.

Puis, et comme l'actionnariat salarié est un phénomène qui se distingue par son caractère cumulatif, nous avons retenu un deuxième indicateur de notre variable explicative, à savoir « **le pourcentage d'actions détenues par les salariés** ».

Au delà de la prise en compte du pourcentage d'actions détenues par les salariés, le **pourcentage des droits de vote** qui leur sont accordés permet de mieux appréhender le rôle joué par les salariés actionnaires en termes de pouvoir. Nous pensons que cette donnée est plus à même de refléter la nature de la relation entre la création de valeur et l'actionnariat salarié en termes de pouvoir.

Finalement, nous signalons que la prise en compte d'indicateurs tels que **la forme de l'actionnariat salarié** - s'il s'agit d'une détention nominative ou d'une détention indirecte gérée par un fonds commun de placement¹⁵³ - permet de tenir compte des **aspects managériaux** de l'actionnariat salarié. Cette distinction entre les modes de détention nous

¹⁵³ En cas d'une détention indirecte de l'actionnariat salarié, c'est le gestionnaire du fonds qui détient les droits de vote. Ce dernier peut ainsi être l'objet d'activités d'influence ou bénéficier d'avantages informels qui le rendent « captif » de la direction de l'entreprise. Dans notre étude, cet aspect n'a pas été pris en compte dans la variable PDVSAL), mais toutefois, a été considérée dans la variable « Actionnariat Salarié ».

permet de proposer une typologie de l'actionnariat salarié en tenant compte de sa contribution dans la création de valeur.

II- Les facteurs modérateurs de la relation

Parmi les mécanismes ou les facteurs perçus comme ayant une influence modératrice dans le cadre de la relation entre une politique de l'actionnariat salarié et la création de valeur, figurent la concentration du capital, la présence d'investisseur(s) institutionnel(s), la propriété managériale et la participation des salariés actionnaires au conseil.

1- La concentration du capital

Nous rappelons d'abord les hypothèses formulées dans ce cadre, puis nous présentons la mesure retenue de la variable « concentration du capital ».

A- Rappel des hypothèses

Trois hypothèses (H_{4-a} , H_{4-b} , H_{4-c}) ont été formulées dans ce cadre. Elles soutiennent l'idée que la concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

Hypothèse 4-a : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 4-b : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 4-c : La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».

B- La mesure retenue

D'abord, nous reprenons dans le tableau suivant les indicateurs de la concentration du capital choisis dans certains travaux antérieurs.

Tableau 4.5 : Les indicateurs de la concentration du capital dans les travaux antérieurs

Auteurs	Indicateurs de la concentration du capital
Paquerot (1996) ; Pichard Stamford (1997)	. Pourcentage du capital détenu par le premier actionnaire . Pourcentage du capital détenu par les cinq premiers actionnaires
Hill et Snell (1988)	. Pourcentage total du capital détenu par les actionnaires qui ont plus de 5% du capital de l'entreprise.
Guedri et Hollandts (2008a)	. Pourcentage du capital détenu par l'actionnaire principal . Pourcentage total du capital détenu par les actionnaires qui ont plus de 5% du capital de l'entreprise.
Gharbi et Lepers (2008)	. Pourcentage du capital détenu par l'actionnaire de référence

Afin de tester les trois hypothèses que nous venons de citer (H_{4-a} , H_{4-b} et H_{4-c}), et nous prêtant à la parcimonie, nous avons retenu un seul indicateur de la concentration du capital, à savoir le pourcentage total du capital détenu par les détenteurs de blocs de 5% ou plus (PKBLOC).

2- La propriété institutionnelle

La propriété institutionnelle est une autre variable qui relève de la structure de propriété et qui est introduite dans notre analyse. Nous rappelons d'abord, les hypothèses formulées dans ce cadre, puis nous présentons la mesure retenue de la variable « propriété institutionnelle ».

A- Rappel des hypothèses

Trois hypothèses (H_{5-a} , H_{5-b} , H_{5-c}) ont été formulées dans ce cadre. Elles soutiennent l'idée que la propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur » dans la double approche, actionnariale et partenariale.

Hypothèse 5-a : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 5-b : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 5-c : La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés ».

B- La mesure retenue

D’abord, nous reprenons dans le tableau suivant les indicateurs de la propriété institutionnelle retenus dans certains travaux antérieurs.

Tableau 4.6 : Les indicateurs de la propriété institutionnelle dans les travaux antérieurs

Auteurs	Indicateurs de la propriété institutionnelle
Paquerot (1996) ; Bushee (2001) ; Mitra et Cready (2005).	Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels
Pichard Stamford (1997)	Participation d’investisseur(s) institutionnel(s) (présence au capital)
Gharbi et Lepers (2008)	. Présence d’investisseurs institutionnels . Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels . Pourcentage des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels

Dans le cadre de notre étude, et compte tenu du nombre très limité d’observations relatives au pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels (seulement 19 observations relatives à 5 entreprises), nous nous contentons de retenir la « présence d’investisseur(s) institutionnel(s) (PII) » comme indicateur de la propriété institutionnelle : C’est une variable binaire prenant la valeur (1) en cas de présence d’un tel investisseur, sinon la valeur (0).

3- La propriété managériale

Dans la mesure où elle peut être considérée comme un mécanisme d’incitation financière ou comme un levier de l’enracinement, nous avons intégré la propriété managériale afin d’en étudier l’influence sur la relation principale (actionnariat salarié et création de valeur).

Dans ce cadre, nous rappelons d’abord les hypothèses retenues. Nous présentons par la suite, la mesure retenue de la « propriété managériale ».

A- Rappel des hypothèses

Pareillement, trois hypothèses (H_{6-a} , H_{6-b} , H_{6-c}) ont été formulées dans ce cadre. Elles soutiennent l'idée que la propriété managériale modère la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ». Nous signalons cependant, que la nature de cet effet modérateur présumé reste ténue. Les hypothèses se sont formulées alors, comme suit :

Hypothèse 6-a : La propriété managériale influence la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 6-b : La propriété managériale influence la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 6-c : La propriété managériale influence la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».

B- La mesure retenue

Afin de prendre en compte l'actionnariat des dirigeants comme variable modératrice, nous adoptons comme indicateur le pourcentage du capital détenu par le manager (PKMAN). Cette mesure, retenue par plusieurs études (Park et Song 1995 ; Welbourne et Cyr 1999 ; Gharbi et Lepers 2008 ;...), est justifiée dans le cadre de notre étude par le fait que le modèle testant l'effet de modulation¹⁵⁴ intègre comme mesure de l'actionnariat salarié le « pourcentage du capital détenu par les salariés, (PKSAL) ». Le souci d'homogénéité des mesures nous a conduit à retenir le pourcentage du capital (PKMAN) en lieu et place d'autres mesures tel que le pourcentage des droits de vote.

4- La participation des salariés actionnaires au conseil¹⁵⁵

Dans le cadre du deuxième chapitre, nous avons vu que la représentation des salariés actionnaires pouvait avoir un effet ambivalent en réduisant le risque d'enracinement managérial ou en le renforçant. Au niveau du troisième chapitre, nous nous sommes placés du côté des avantages de la participation des salariés actionnaires au conseil pour la formulation de nos hypothèses. Les hypothèses formulées dans ce cadre soutiennent que la participation

¹⁵⁴ Se référer au tableau 4-10, page 198.

¹⁵⁵ Dans ce cadre, nous signalons que nous n'avons pas pu déterminer la provenance de cette représentation des salariés aux conseils : de leur statut d'actionnaire ou de l'ancien statut d'entreprise « publique » avant une privatisation. Cette variable a été donc retenue en négligeant cet aspect.

des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

A- Rappel des hypothèses

Trois hypothèses (H_{7-a} , H_{7-b} , H_{7-c}) ont été formulées dans ce cadre. Elles soutiennent que la participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».

Hypothèse 7-a : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Hypothèse 7-b : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Hypothèse 7-c : La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».

B- La mesure retenue

En raison du nombre limité des travaux spécifiques en gouvernement d'entreprise se focalisant sur la présence des salariés actionnaires au sein du système de gouvernement des entreprises, la variable « participation des salariés actionnaires au conseil » a été opérationnalisée en fonction des recherches similaires ayant porté sur d'autres catégories d'administrateurs (nous citons à titre d'exemple, Charreaux et Pitol-Belin (1985)).

Afin de tester empiriquement l'effet de « la participation des salariés actionnaires au conseil » sur la relation étudiée, nous retenons comme indicateur une variable de type binaire (PSAC). Elle prend la valeur (1) quand au moins un salarié actionnaire a un poste d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ; sinon la valeur (0). Une variable continue indiquant le nombre de salariés actionnaires siégeant au conseil, n'a pas pu être retenue vu le faible nombre d'observations (27) relatives à cette donnée.

III- Définition des variables de contrôle

Notre base de données inclut sept variables de contrôle de manière à mieux délimiter et caractériser l'influence des variables dépendantes. Selon Thiétardt (1999), l'inclusion des variables de contrôle permet d'améliorer le degré de validité externe des résultats.

Dans le cadre de notre étude, la prise en compte de variables de contrôle permet de contrôler les caractéristiques des entreprises qui peuvent influencer la variable à expliquer de notre modèle : la création de valeur. Nous exposons dans ce qui suit, les différentes variables de contrôle retenues dans notre modèle :

- **L'endettement** : est mesuré par les dettes financières rapportées aux capitaux propres. Cette mesure a été adoptée par plusieurs auteurs dont notamment d'Arcimoles et Trébucq (2003) et Poulain-Rehm (2006).

- **Le niveau d'activité** : dans la mesure où Rappaport (1986) et Copeland et al. (1994) recommandent de retenir le niveau d'activité comme variable déterminante de la création de valeur, la croissance du chiffre d'affaires a été intégrée à notre analyse. Cette mesure a été également retenue par Trébucq (2002) et Poulain-Rehm (2006).

- **La participation de l'État au capital** : nous avons inclus, à la manière de Guedri et Hollandts (2008a), une variable binaire prenant la valeur (1) si l'État français est présent au capital de l'entreprise ; sinon la valeur (0).

- **La structure de gouvernement** : nous avons retenu une variable binaire pour saisir la structure de gouvernement. Cette variable prend la valeur (1) si l'entreprise présente une structure duale et la valeur (0) si l'entreprise a un conseil d'administration.

- **La taille de l'entreprise** : la prise en compte de l'effet de la taille s'avère indispensable pour une vision comparative de la performance strictement financière des entreprises, et, par extension, de la création de valeur. La littérature montre que la variable « taille » a été opérationnalisée de différentes manières. Nous identifions trois mesures, à savoir l'effectif des salariés, le volume des ventes et le total d'actifs.

Dans le cadre de notre étude et à la manière de Trébucq (2002), Poulain-Rehm (2006) et Gharbi et Lepers (2008), nous retenons comme mesure de la « taille de l'entreprise » le logarithme népérien du total des actifs¹⁵⁶.

¹⁵⁶ Ne pas retenir l'effectif salarié et le volume des ventes comme mesures de la variable « taille » peut s'expliquer par le fait que nous pouvons trouver des entreprises de plus grande taille mais ayant un faible effectif salarié ou un faible volume des ventes.

- **L'ancienneté de la cotation** : cette variable a été prise en compte dans les travaux de d'Arcimoles et Trébucq (2003) et Gharbi et Lepers (2008). C'est une variable ordinale indiquant le nombre d'années depuis la première cotation en bourse.

- **Le secteur d'appartenance** : la création de valeur des entreprises doit être évaluée relativement à la performance du secteur. Pour en tenir compte, une variable binaire a été intégrée dans notre modélisation, prenant la valeur (1) si l'entreprise est industrielle ; sinon la valeur (0).

Nous synthétisons dans le tableau suivant, ces différentes variables de contrôle retenues dans notre modèle :

Tableau 4.7 : Les variables de contrôle retenues

Variables de contrôle	Indicateurs	Dénominations
Endettement	Dettes financières/capitaux propres	ENDT
Niveau d'activité	Croissance du chiffre d'affaires HT	CROIS
Participation de l'État au capital	Variable binaire prenant la valeur (1) si l'État français est actionnaire de l'entreprise, sinon la valeur (0)	ETAT
Structure de gouvernement	Variable binaire prenant la valeur (1) si l'entreprise a une structure duale, sinon la valeur (0)	STGE
Taille	Logarithme du total des actifs	TAIL
Ancienneté de la cotation	Nombre d'années depuis la première année de cotation en bourse	ANCOT
Secteur d'appartenance	Variable binaire prenant la valeur (1) si l'entreprise est industrielle, sinon la valeur (0)	SECT

Après avoir présenté successivement, les variables à expliquer, la variable explicative (variable d'intérêt), les variables modératrices et les variables de contrôle, nous nous proposons d'en faire un résumé dans le cadre du tableau 4.8 ci-dessous :

Tableau 4.8 : Récapitulatif des variables et des mesures retenues

		Indicateurs	Dénominations
Variables à expliquer			
Création de valeur	Création de valeur actionnariale	Valeur économique ajoutée	EVA
		Valeur boursière ajoutée	VBA
	Création de valeur partenariale	Valeur ajoutée	VA
		Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés	PSAL
Variable explicative			
Actionnariat salarié		Présence de l’actionnariat salarié (variable binaire prenant la valeur 1 si l’entreprise dispose de l’actionnariat salarié, sinon 0)	PAS
		Pourcentage du capital détenu par les salariés	PKSAL
		Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés	PDVSAL
		Forme de l’actionnariat salarié : au nominatif (1)/ FCP-PEE (2)/ multiforme (3)	FORMAS
Variables modératrices			
Concentration du capital		Pourcentage du capital détenu par le(s) détenteur(s) de bloc de 5% ou plus.	PKBLOC
Propriété institutionnelle		Présence d’investisseur(s) institutionnel(s) : variable binaire prenant la valeur 1 en cas de présence, sinon la valeur 0.	PII

Propriété managériale	Pourcentage du capital détenu par le manager	PKMAN
Participation des salariés actionnaires au conseil	Présence de salarié(s) actionnaire(s) au conseil : variable binaire prenant la valeur (1) en cas de présence ; sinon la valeur (0).	PSAC
Variables de contrôle		
Endettement	Dettes financières/capitaux propres	ENDT
Niveau d'activité	Croissance du chiffre d'affaires HT	CROIS
Participation de l'État au capital	Variable binaire prenant la valeur 1 si l'État français est actionnaire de l'entreprise, sinon la valeur 0.	ETAT
Structure de gouvernement	Variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise a une structure duale, sinon la valeur 0.	STGE
Taille	Logarithme du total des actifs	TAIL
Ancienneté de la cotation	Nombre d'années depuis la première année de cotation en bourse	ANCOT
Secteur d'appartenance	Variable binaire prenant la valeur (1) si l'entreprise est industrielle, sinon la valeur (0)	SECT

Conclusion de la section

Tout au long de cette section, nous avons rappelé les hypothèses de recherche, et nous avons précisé l'ensemble des mesures des variables adoptées dans le cadre du modèle de la recherche. Nous inspirant des mesures utilisées dans le cadre de différents travaux antérieurs, nous avons montré l'utilité des choix opérés dans le cadre de ce travail.

Après avoir défini les données à recueillir, nous présentons au niveau de la section suivante, la méthode de recherche à adopter ainsi que la démarche statistique à suivre.

SECTION III : Présentation de la méthodologie de recherche

Au niveau de cette section, nous présentons d'abord la méthodologie de recherche adoptée (sous-section I), puis en deuxième lieu, les tests et outils statistiques à mettre en œuvre (sous-section II).

I- Méthodologie des tests empiriques

Pour mener à bien l'analyse empirique des données recueillies, nous adoptons une démarche de tests statistiques structurée autour de trois familles de méthodes (schéma 4.2) :

- L'analyse univariée qui nous permet de décrire notre échantillon ;
- L'analyse bivariée qui nous permet d'étudier la corrélation entre les variables prises deux à deux ; et
- L'analyse multivariée qui correspond à l'analyse des relations entre groupes de variables dans le cadre de l'analyse explicative.

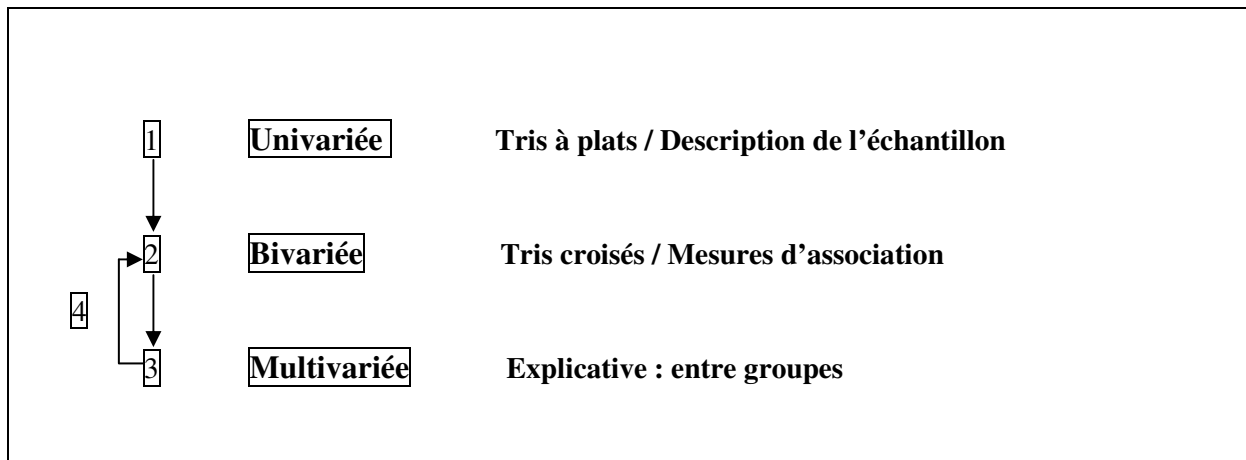


Schéma 4.2 : Méthodologie d'analyse des résultats (adapté de Evrard et al., 2003 ; p.351)

Nous présentons ci-après, certains aspects liés à chacune de ces étapes dont nous analyserons les résultats dans le chapitre suivant.

Notre étude empirique comprend deux variables à expliquer (ou dépendantes) de type quantitatif. Cependant, les variables indépendantes sont de type quantitatif et de type qualitatif ; en effet, certaines sont métriques, d'autres en revanche sont nominales ou

ordinales. Les analyses univariées à appliquer aux variables étudiées dépendent des propriétés de leur mesure.

- Des variables *métriques* : il s'agit de variables quantitatives dont les modalités correspondent à des nombres réels et qui peuvent être regroupées en classe (Albarello et al., 2007).
- Les variables sont *ordinales* lorsqu'elles représentent des catégories constituant un ensemble de rapports ordonné. Les variables *nominales* décrivent un nom, une étiquette ou une catégorie sans ordre naturel.

L'analyse bivariée permet d'étudier la corrélation entre deux variables. Cette étude repose alors sur la mise en évidence de l' (in)existence d'une corrélation, la détermination de sa force ou intensité ainsi que sa direction (variation dans le même sens ou dans le sens contraire). Notons toutefois, que l'existence d'une association ou d'une corrélation entre deux variables n'implique pas qu'il existe une relation de causalité entre-elles. L'objectif de l'analyse bivariée se limite à mettre en évidence les corrélations afin d'éviter la multicollinéarité entre les variables et d'augmenter par conséquent, la robustesse statistique du modèle empirique.

Pour notre analyse explicative, et comme nous l'avons déjà signalé au niveau de la première section du présent chapitre, nous procéderons par la méthode des régressions linéaires multiples en panel (*Cross-sectional times series*).

Nous rappelons à ce niveau, que notre étude comprend deux ensembles d'hypothèses. Le premier cherche à démêler la nature de la relation directe entre « actionnariat salarié » et « création de valeur » ; alors que le second ensemble d'hypothèses teste l'effet *a priori* modérateur de certains mécanismes de contrôle.

Nous intéressant au premier ensemble d'hypothèses, notre modélisation se présente comme suit :

$$\text{Variable à expliquer}_{it} = c + \alpha \text{ Variable explicative}_{it} + \beta \text{ Variables de contrôle}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec c : une constante ; α et β : les estimateurs des variables ; et ε : un terme d'erreur
 $i = \{1 ; \dots ; 121\}$ et $t = \{1 ; \dots ; 5\}$

Du fait que notre étude empirique envisage deux variables à expliquer (création de valeur actionnariale et création de valeur partenariale) ayant chacune deux mesures différentes, et que la variable explicative présente différentes mesures, plusieurs régressions s'avèrent nécessaires pour une mise à l'épreuve empirique des hypothèses théoriques déjà formulées.

Nous synthétisons dans le tableau suivant ces différentes régressions à tester.

Tableau 4.9 : Synthèse des régressions relatives au test du lien direct

Hypothèse	Régression à tester	Modèle	Groupe et/ou sous-groupes
H ₁	$EVA_{it} = c + \alpha PAS_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁	Ech. global
	$VBA_{it} = c + \alpha PAS_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂	Ech. global
H ₂	$VA_{it} = c + \alpha PAS_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₃	Ech. global
H ₃	$PSAL_{it} = c + \alpha PAS_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₄	Ech. global
H _{1,1}	$EVA_{it} = c + \alpha PKSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₅	Ech. global PKSAL < 3% PKSAL ≥ 3% FORMAS = 2 FORMAS = 3
	$VBA_{it} = c + \alpha PKSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₆	Ech. global PKSAL < 3% PKSAL ≥ 3% FORMAS = 2 FORMAS = 3
H _{1,2}	$EVA_{it} = c + \alpha PDVSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₇	Ech. global PDVSAL < 3% PDVSAL ≥ 3% FORMAS = 2 FORMAS = 3
	$VBA_{it} = c + \alpha PDVSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6$	M ₈	Ech. global PDVSAL < 3% PDVSAL ≥ 3%

	$ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$		FORMAS = 2 FORMAS = 3
H _{2,1}	$VA_{it} = c + \alpha PKSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₉	Ech. global PKSAL < 3% PKSAL ≥ 3% FORMAS = 2 FORMAS = 3
H _{2,2}	$VA_{it} = c + \alpha PDVSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₀	Ech. global PDVSAL < 3% PDVSAL ≥ 3% FORMAS = 2 FORMAS = 3
H _{3,1}	$PSAL_{it} = c + \alpha PKSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₁	Ech. global PKSAL < 3% PKSAL ≥ 3% FORMAS = 2 FORMAS = 3
H _{3,2}	$PSAL_{it} = c + \alpha PDVSAL_{it} + \beta_1 ENDT_{it} + \beta_2 CROIS_{it} + \beta_3 ETAT_{it} + \beta_4 STGE_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 ANCOT_{it} + \beta_7 SECT_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₂	Ech. global PDVSAL < 3% PDVSAL ≥ 3% FORMAS = 2 FORMAS = 3

Nous signalons à ce niveau que nous envisageons, à chaque hypothèse à double indice (H_{i,j}), trois étapes d'analyse (schéma 4.3) :

- Une première étape consiste à tester le lien proprement dit.
- Une deuxième étape s'intéresse à étudier la relation en fonction du seuil de détention (des actions et des droits de vote). Cette étape cherche à étudier l'éventuelle modification d'influence de l'actionnariat salarié sur la création et/ou répartition de la valeur en fonction d'un seuil de détention. L'objectif est de savoir si la détention d'un certain bloc d'actions et/ou de droits de vote par les actionnaires salariés peut avoir une influence quelconque sur la relation principale. Nous retenons le seuil de 3%¹⁵⁷.
- La troisième et dernière étape vise en revanche, à examiner l'influence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en fonction de la forme de détention des actions (FORMAS). Ainsi, une détention au nominatif serait-elle plus à même, *a priori*, de favoriser la création de

¹⁵⁷ Le choix du seuil de 3% trouve sa justification en deux raisons essentielles : Primo, c'est le seuil retenu par l'indice Euronext FAS IAS® à partir duquel l'actionnariat salarié devient significatif ; secundo, il s'agit bel et bien d'un seuil légal (retenu par la loi Fabius 2001).

valeur puisqu'elle permet aux salariés actionnaires de gérer de manière individuelle leurs intérêts, en dépit des intérêts des dirigeants.

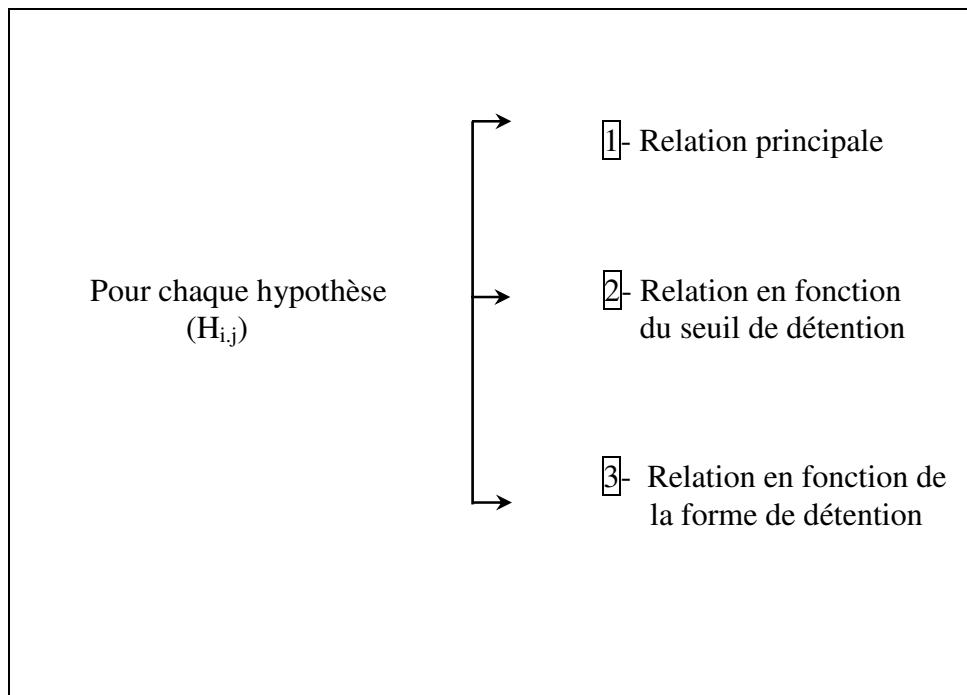


Schéma 4.3 : Les différentes étapes d'analyse pour chaque hypothèse ($H_{i,j}$)

Outre ces différentes hypothèses portant sur la relation directe entre « actionnariat salarié » et « création de valeur », notre étude apporte un second ensemble d'hypothèses ($H_{4.a/b/c}$; $H_{5.a/b/c}$; $H_{6.a/b/c}$ et $H_{7.a/b/c}$) qui soutiennent un rôle modérateur dans le cadre de la relation principale étudiée. Nous rappelons d'abord la définition d'une variable modératrice ; puis précisons les modalités du test de rôle modérateur.

Selon Brauer (2000), une variable modératrice (ou modulatrice) est une variable qui module l'effet de la variable indépendante X sur la variable dépendante Y. En d'autres termes, le sens et/ou la force de l'influence de X sur Y varie(nt) selon les niveaux de la variable modératrice (Baron et Kenny, 1986).

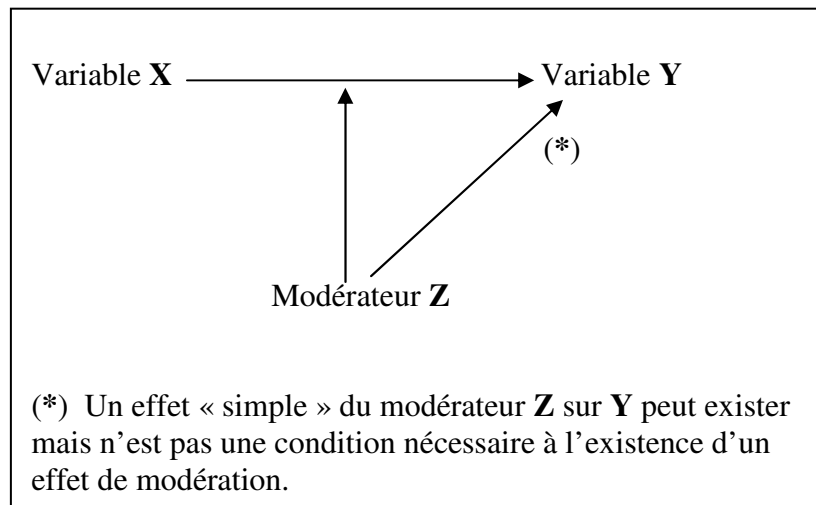


Schéma 4.4 : Représentation conventionnelle d'un effet de modulation
(d'après Caceres et Vanhamme, 2003)

Soit l'équation (a) suivante : $Y = a + b \cdot X + d \cdot Z + c \cdot XZ + \text{erreur}$.

Un effet modérateur de **Z** sur la relation **X-Y** se caractérise par un effet d'interaction $X \cdot Z$ significatif (Baron et Kenny, 1986 ; Darpy, 2003 ; Caceres et Vanhamme, 2003). En d'autres termes, dans le cadre d'une relation **X-Y** linéaire, le coefficient (**c**) de l'équation (a) est significatif. Notons que la linéarité de la relation **X-Y** n'est supposée qu'afin de faciliter l'exposé. L'équation (a) représente la forme générale de l'analyse d'effets d'interaction (Sharma, Durand et Gur-Arie, 1981). Les coefficients (**b**) et (**d**) représentent, respectivement, les effets « simples » de la variable **X** et de la variable modératrice sur **Y**, mais ce n'est pas nécessaire à l'identification de l'effet modérateur.

Différentes techniques statistiques peuvent être utilisées afin de tester l'effet d'interaction : la régression multiple, la régression multiple avec variables muettes, la régression multiple par sous-groupes et l'ANOVA. Le choix du type d'analyse statistique à mettre en œuvre dépendra de la manière dont les variables ont été mesurées (voir schéma 4.5 ci-après). Caceres et Vanhamme (2003) distinguent deux grandes catégories de mesures, à savoir les échelles « au moins intervalle » et les échelles « moins qu'intervalle ». La première catégorie renvoie aux mesures métriques ; la seconde renvoie aux mesures nominales et ordinales (Evrard, Pras et Roux, 1993 ; Lambin, 1994). Les différentes techniques d'analyse des effets de modulation sont illustrées dans le schéma ci-après, présentant quatre cas de figure.

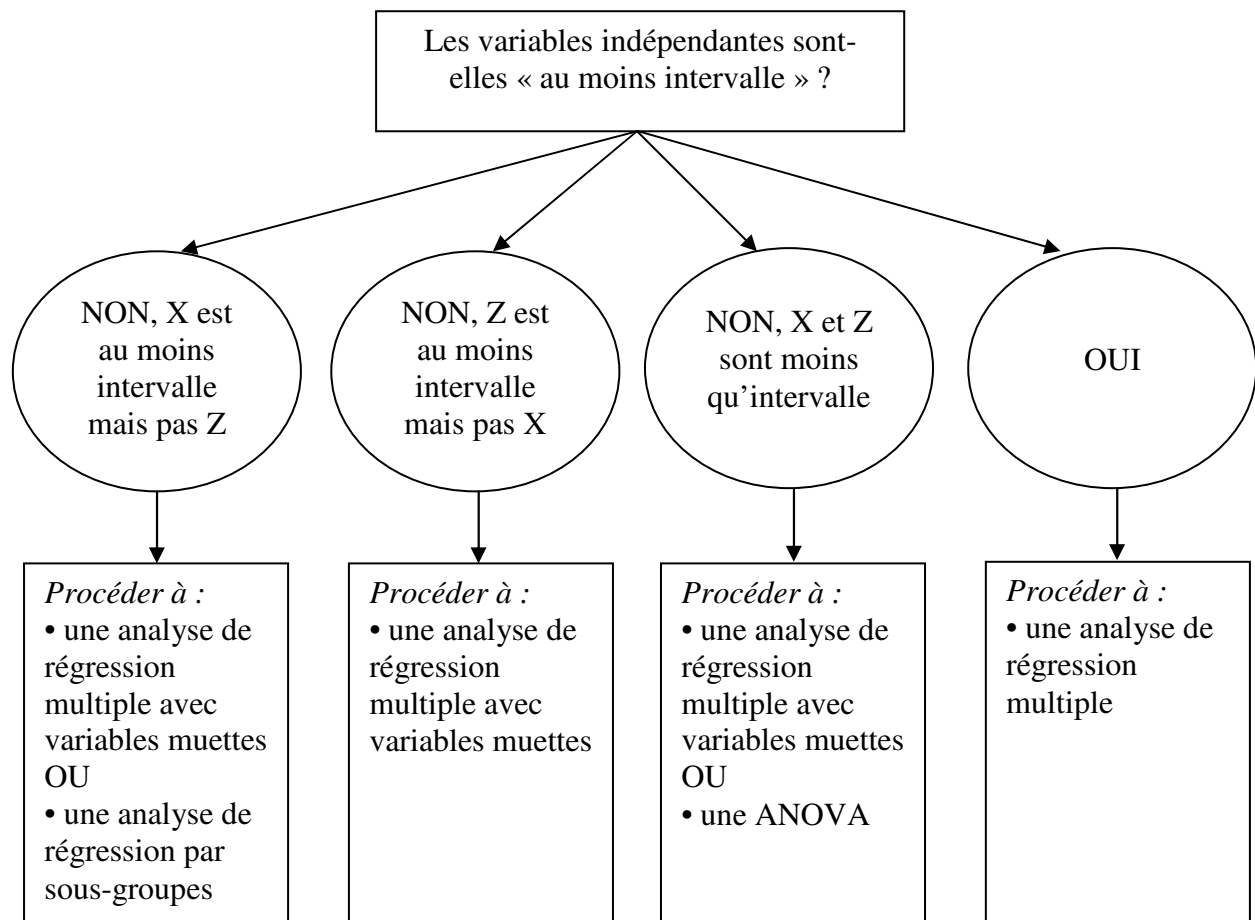


Schéma 4.5 : Techniques d'analyse de l'effet de modulation en fonction des propriétés de mesure des variables indépendantes (Source : Caceres et Vanhamme, 2003)

Revenant alors sur nos variables modératrices, et étant donné que la « propriété institutionnelle » et la « participation des salariés actionnaires au conseil » sont mesurées par des variables binaires, nous nous trouvons dans le premier cas de figure présenté par Caceres et Vanhamme (2003). Deux techniques d'analyse de l'effet de modulation sont alors possibles. Nous procéderons dans ce cadre, à une « **analyse de régression par sous-groupes** ».

Quant aux deux autres variables, « concentration du capital » et « propriété managériale », elles prennent des mesures métriques, et de ce fait, nous nous plaçons dans le quatrième cas de figure illustré dans le schéma ci-dessus. Nous procéderons alors à une « **analyse de régression multiple** » pour tester l'effet *a priori*, modérateur de ces deux variables. Pour mener à bien notre analyse empirique, nous nous proposons de tester l'effet de modulation de

ces deux variables en fonction d'un seuil stratégique légal français de détention des actions (33%).

Toutefois, il reste à souligner que les tests de modération peuvent être influencés par la colinéarité entre variables indépendantes. Cette dernière accroît l'imprécision des coefficients de régression des variables en cause et augmente ainsi, le risque de considérer à tort ces coefficients comme non significativement différents de zéro (Lambin, 1994). Donc, il s'agit de vérifier l'existence éventuelle de colinéarité entre les variables lorsqu'on procède à ce genre d'analyse.

Le tableau suivant synthétise les différentes régressions relatives à l'ensemble des hypothèses cherchant à tester un effet de modération.

Tableau 4.10 : Synthèse des régressions relatives au test de l'effet de modération

Hypothèse	Régression à tester	Mod.	Groupe et/ou sous-groupes
H _{4-a}	$\text{EVA}_{it} = a + b \text{PKSAL}_{it} + d \text{PKBLOC}_{it} + c$ $\text{PKBLOC} * \text{PKSAL}_{it} + \beta_1 \text{ENDT}_{it} + \beta_2 \text{CROIS}_{it} + \beta_3$ $\text{ETAT}_{it} + \beta_4 \text{STGE}_{it} + \beta_5 \text{TAIL}_{it} + \beta_6 \text{ANCOT}_{it} + \beta_7$ $\text{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₃	Ech. global $\text{PKBLOC} \leq 33\%$ $\text{PKBLOC} > 33\%$
	$\text{VBA}_{it} = a + b \text{PKSAL}_{it} + d \text{PKBLOC}_{it} + c$ $\text{PKBLOC} * \text{PKSAL}_{it} + \beta_1 \text{ENDT}_{it} + \beta_2 \text{CROIS}_{it} + \beta_3$ $\text{ETAT}_{it} + \beta_4 \text{STGE}_{it} + \beta_5 \text{TAIL}_{it} + \beta_6 \text{ANCOT}_{it} + \beta_7$ $\text{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₄	Ech. global $\text{PKBLOC} \leq 33\%$ $\text{PKBLOC} > 33\%$
H _{4-b}	$\text{VA}_{it} = a + b \text{PKSAL}_{it} + d \text{PKBLOC}_{it} + c$ $\text{PKBLOC} * \text{PKSAL}_{it} + \beta_1 \text{ENDT}_{it} + \beta_2 \text{CROIS}_{it} + \beta_3$ $\text{ETAT}_{it} + \beta_4 \text{STGE}_{it} + \beta_5 \text{TAIL}_{it} + \beta_6 \text{ANCOT}_{it} + \beta_7$ $\text{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₅	Ech. global $\text{PKBLOC} \leq 33\%$ $\text{PKBLOC} > 33\%$
H _{4-c}	$\text{PSAL}_{it} = a + b \text{PKSAL}_{it} + d \text{PKBLOC}_{it} + c$ $\text{PKBLOC} * \text{PKSAL}_{it} + \beta_1 \text{ENDT}_{it} + \beta_2 \text{CROIS}_{it} + \beta_3$ $\text{ETAT}_{it} + \beta_4 \text{STGE}_{it} + \beta_5 \text{TAIL}_{it} + \beta_6 \text{ANCOT}_{it} + \beta_7$ $\text{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₆	Ech. global $\text{PKBLOC} \leq 33\%$ $\text{PKBLOC} > 33\%$

H _{5-a}	$\mathbf{EVA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₇	PII = 0 PII = 1
	$\mathbf{VBA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₈	PII = 0 PII = 1
H _{5-b}	$\mathbf{VA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₁₉	PII = 0 PII = 1
H _{5-c}	$\mathbf{PSAL}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₀	PII = 0 PII = 1
H _{6-a}	$\mathbf{EVA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + d \mathbf{PKMAN}_{it} + c \mathbf{PKMAN} * \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₁	Ech. global PKMAN ≤ 33% PKMAN > 33%
	$\mathbf{VBA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + d \mathbf{PKMAN}_{it} + c \mathbf{PKMAN} * \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₂	Ech. global PKMAN ≤ 33% PKMAN > 33%
H _{6-b}	$\mathbf{VA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + d \mathbf{PKMAN}_{it} + c \mathbf{PKMAN} * \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₃	Ech. global PKMAN ≤ 33% PKMAN > 33%
H _{6-c}	$\mathbf{PSAL}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + d \mathbf{PKMAN}_{it} + c \mathbf{PKMAN} * \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₄	Ech. global PKMAN ≤ 33% PKMAN > 33%
H _{7-a}	$\mathbf{EVA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it} + \beta_3 \mathbf{ETAT}_{it} + \beta_4 \mathbf{STGE}_{it} + \beta_5 \mathbf{TAIL}_{it} + \beta_6 \mathbf{ANCOT}_{it} + \beta_7 \mathbf{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₅	PSAC = 0 PSAC = 1
	$\mathbf{VBA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \mathbf{ENDT}_{it} + \beta_2 \mathbf{CROIS}_{it}$	M ₂₆	PSAC = 0

	$+ \beta_3 \text{ETAT}_{it} + \beta_4 \text{STGE}_{it} + \beta_5 \text{TAIL}_{it} + \beta_6 \text{ANCOT}_{it} + \beta_7 \text{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$		PSAC = 1
H _{7-b}	$\mathbf{VA}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \text{ENDT}_{it} + \beta_2 \text{CROIS}_{it} + \beta_3 \text{ETAT}_{it} + \beta_4 \text{STGE}_{it} + \beta_5 \text{TAIL}_{it} + \beta_6 \text{ANCOT}_{it} + \beta_7 \text{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₇	PSAC = 0 PSAC = 1
H _{7-c}	$\mathbf{PSAL}_{it} = a + b \mathbf{PKSAL}_{it} + \beta_1 \text{ENDT}_{it} + \beta_2 \text{CROIS}_{it} + \beta_3 \text{ETAT}_{it} + \beta_4 \text{STGE}_{it} + \beta_5 \text{TAIL}_{it} + \beta_6 \text{ANCOT}_{it} + \beta_7 \text{SECT}_{it} + \varepsilon_{it}$	M ₂₈	PSAC = 0 PSAC = 1

II- Tests et outils statistiques adoptés

Notre étude empirique nécessite la mise en œuvre d'un ensemble de tests et outils statistiques. Ces tests statistiques sont effectués par les logiciels de traitement de données Stata 10 et SPSS 11¹⁵⁸.

Rappelons d'abord que notre démarche empirique se base sur la méthode des régressions linéaires multiples en données de panel (*Cross-sectional times series*). Les données de panel possèdent deux dimensions : une pour les individus (les individus diffèrent les uns des autres) et une pour le temps (la situation d'un individu varie d'une période à l'autre). Ces deux dimensions sont généralement indiquées par les indices (*i*) et (*t*). Il est souvent intéressant pour ce type de données d'identifier l'effet associé à chaque individu, c'est à dire un effet qui ne varie pas dans le temps, mais qui varie d'un individu à l'autre. Cet effet peut être fixe ou aléatoire.

Le choix de la méthode d'estimation dépend de la présence de cet effet et de sa nature.

1- Test de présence d'effets individuels

Pour les données de panel, l'une des méthodes d'estimation possibles est la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Cette estimation présume que tous les paramètres sont identiques et le modèle serait, ainsi homogène. Néanmoins, un risque d'hétérogénéité des

¹⁵⁸ Nous signalons que le logiciel de traitement de données SPSS 11 n'a été utilisé que pour le test des différences de moyennes (t-test) au niveau de la statistique descriptive.

individus existe, ce qui rend biaisées les estimations par la méthode des MCO. Un test de présence d'effets individuels est alors nécessaire pour notre analyse.

En effet, la première étape consiste à vérifier s'il y a une présence d'effets individuels dans nos données. Ces effets peuvent être représentés par une intercepte propre à chaque individu, u_i . Nous cherchons donc à tester l'hypothèse nulle $H_0 : u_i = 0$ dans la régression $Y_{it} = c + X_{it}\beta + u_i + e_{it}$.

L'hypothèse nulle de ce test est qu'il y a seulement une intercepte commune, c'est-à-dire que les individus sont homogènes (aucun effet individuel). Le résultat est une statistique F avec $(N-1, NT-N-K-1)$ degrés de liberté ; N , T et K désignent respectivement le nombre d'individus, le nombre de périodes et le nombre de coefficients (i.e. le nombre de variables explicatives y compris la constante).

Si la statistique F est supérieure à la valeur tabulée, on rejette l'hypothèse nulle, c'est-à-dire qu'il existe des effets individuels qui doivent être inclus dans le modèle. Une autre manière plus simple est d'interpréter la valeur du p -value correspondant. Si cette valeur est inférieure au seuil maximal toléré (soit 10%), on rejette l'hypothèse nulle qui retient l'homogénéité des individus.

2- Test d'Hausman

Le rejet de l'hypothèse d'homogénéité des individus conduit à deux types de modèles, à savoir les modèles à effets fixes et les modèles à effets aléatoires. Ces estimations usuelles des données de panels apportent alors, une meilleure qualité d'ajustement. Elles se fondent sur les opérateurs suivants : le *between* (régression sur les variables en moyenne), le *within* (régression sur les variables prises en écarts à leurs moyennes) et les moindres carrés généralisés (MCG). L'opérateur *Within*¹⁵⁹ est considéré comme étant sans biais et convergent si le modèle est à effets individuels. Cependant, il n'est pas à variance minimale si le modèle est à effets aléatoires. Le MCG est, alors adopté. Le test d'Hausman (1978) permet de reconnaître les modèles à effets fixes et les modèles à effets aléatoires.

Le test d'Hausman est un test de spécification qui permet de déterminer si les coefficients des deux estimations (fixe et aléatoire) sont statistiquement différents. L'idée de ce test est que, sous l'hypothèse nulle d'indépendance entre les erreurs et les variables exogènes, les deux

¹⁵⁹ Le *Within* : c'est l'estimateur d'une régression par les MCO sur un modèle où les variables endogènes et exogènes seraient prises en écarts à leurs moyennes individuelles respectives.

estimateurs sont non biaisés, et donc les coefficients estimés devraient être très proches. Le test d'Hausman compare la matrice de variance-covariance des deux estimateurs.

Le résultat suit une loi chi-deux avec $(K-1)$ degrés de liberté, K désigne le nombre de variables explicatives y compris la constante.

Si la valeur du chi-deux est inférieure à la valeur tabulée (ou si la valeur du *p-value* est supérieure au seuil maximal toléré, 10%), on ne peut rejeter l'hypothèse nulle, c'est-à-dire que le modèle est à effets aléatoires.

Conclusion de la section

Cette section a porté un double objectif :

- Présenter dans un premier temps, la méthodologie de recherche choisie qui se trouve structurée autour de trois familles de méthodes (analyse univariée, analyse bivariée et analyse multivariée) ; ainsi que les techniques d'analyse à utiliser pour répondre à l'ensemble des hypothèses de notre étude.
- Montrer les tests et outils statistiques nécessités par notre étude empirique. En effet, notre démarche empirique se base sur la méthode des régressions linéaires multiples en données de panel. Ce type de données exige l'application de deux tests essentiels (présentés au niveau de la présente section), à savoir le test de présence d'effets individuels et le test d'Hausman.

Les résultats, au niveau des différentes étapes d'analyse, feront l'objet du chapitre 5 suivant.

Conclusion du chapitre

Dans le cadre de ce chapitre, nous avons exposé les démarches méthodologique et statistique mises en œuvre pour analyser les données recueillies. Différents points ont émergé de cette présentation :

- **L'architecture de la recherche** a été l'occasion d'établir la démarche de recherche. Opérant dans une logique hypothético-déductive, la recherche s'appuie sur une approche quantitative fondée sur des données secondaires. Le recueil des données est réalisé à partir de différentes bases de données externes et internes.
- **L'opérationnalisation des variables** a été l'objet de la section II du présent chapitre. Le choix de mesure des variables s'effectue essentiellement à partir des recherches théoriques antérieures.
- **La démarche statistique** constitue une étape fondamentale dans le cadre de la partie empirique. En effet, le choix non fondé d'une méthodologie statistique risque de remettre en cause la validité des résultats qui en seront issus.

Le chapitre suivant sera l'occasion de présenter et interpréter les résultats de l'analyse explicative.

CHAPITRE V

ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS

Introduction

Nous rappelons au niveau de cette introduction, que notre démarche de tests statistiques est structurée autour de trois familles de méthodes, à savoir l'analyse univariée, l'analyse bivariée et l'analyse multivariée.

- L'analyse univariée nous permettra de décrire l'échantillon retenu et fera l'objet de la **première section** du présent chapitre ;
- alors que l'analyse bivariée nous amènera à étudier la corrélation entre les variables prises deux à deux et de s'assurer de l'absence de multicolinéarité entre les variables exogènes (**section II** du présent chapitre).
- L'analyse multivariée correspond, quant à elle, à l'analyse des relations entre groupes de variables dans le cadre de l'analyse explicative (**sections III et IV** du présent chapitre suivant).

SECTION I : Analyse descriptive de l'échantillon

Appliquée à un échantillon de 121 entreprises, l'analyse descriptive se propose d'offrir une représentation objective des caractéristiques de l'échantillon retenu.

I- Analyse descriptive en fonction de la variable « actionnariat salarié »

L'échantillon de notre étude comporte 64 entreprises qui disposent de l'actionnariat salarié (soit un pourcentage de 52,89%) et 57 entreprises qui n'en disposent pas (soit 47,11% de l'échantillon). D'après les annexes 2 et 3, nous notons que la moyenne du taux d'actionnariat salarié s'établit à 4,32% pour les 64 entreprises pourvues de l'actionnariat salarié sur la période 2004-2008 (soit 2,29% pour l'échantillon total sur la période retenue).

Pour ces mêmes entreprises, la moyenne des droits de vote détenus par les actionnaires salariés s'établit à 5,22% (2,76% pour l'échantillon global sur la période retenue).

Une autre variable peut compléter notre description, à savoir la forme de détention des actions par les salariés. Nous intéressant alors aux entreprises disposant de l'actionnariat salarié, nous distinguons quatre formes de détention :

- (1) une détention au nominatif ;
- (2) une détention opérée à travers un fonds commun de placement ;
- (3) une détention multiforme ; et
- (4) une forme de détention inconnue.

Tableau 5.1 : Répartition des entreprises selon la forme de détention de l'actionnariat salarié

Forme de détention	Au nominatif	FCP	Multiforme	Inconnue
Nombre d'entreprises	02 (3,12%)	29 (45,31%)	14 (21,87%)	19 (29,69%)

II- Analyse descriptive en fonction des variables de contrôle retenues

Notre modélisation empirique a fait intégrer plusieurs variables de contrôle, à savoir le secteur d'appartenance, la taille, l'ancienneté de la cotation, la croissance du chiffre d'affaires, l'endettement, la participation de l'État au capital et la structure de gouvernement.

Nous essayons dans ce qui suit, d'apporter une description la plus complète possible de notre échantillon, et ce en fonction de ces différentes variables retenues.

Nous illustrons dans le tableau suivant la répartition de l'échantillon en fonction du secteur d'appartenance par type d'entreprise.

Tableau 5.2 : Répartition de l'échantillon en fonction du secteur d'appartenance par type d'entreprise

Secteur Entreprises	industriel	services	Total
avec AS	17 (14,05%)	47 (38,84%)	64 (52,89%)
sans AS	19 (15,70%)	38 (31,41%)	57 (47,11%)
Totales	36 (29,75%)	85 (70,25%)	121 (100%)

À la lumière de ce tableau, nous remarquons que notre échantillon se forme en majeure partie d'entreprises appartenant au secteur de services, soit 70,25%. Le secteur industriel est beaucoup moins présent dans notre échantillon, avec un pourcentage de 29,75%.

La forte concentration au secteur de services est enregistrée également par les entreprises dotées de l'actionnariat salarié. En effet, 47 entreprises parmi les 64 ayant de l'actionnariat salarié appartiennent à ce secteur, soit 73,44%.

Ce constat est de nature à confirmer les données issues du rapport annuel du Conseil supérieur de la participation¹⁶⁰ (2004) qui révèlent que l'actionnariat salarié est principalement le fait des entreprises de services où l'intensité des investissements en capital humain est plus forte que dans l'industrie.

Au niveau du tableau 5.3, nous apportons une description globale et par type d'entreprise de l'échantillon ; et ce en fonction de la taille¹⁶¹ de l'entreprise, l'ancienneté de sa cotation, l'endettement et la croissance de son chiffre d'affaires¹⁶². Un test sur la différence des moyennes est adopté.

¹⁶⁰ Le Conseil Supérieur de la participation (CSP) est remplacé par le Conseil d'orientation de la participation, de l'intéressement, de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié (COPIESAS) créé par la [loi \(n°2008-1258\)](#) du 3 décembre 2008.

¹⁶¹ La taille étant mesurée par le logarithme népérien du total des actifs.

¹⁶² Qui vient mesurer le niveau d'activité de l'entreprise.

Tableau 5.3 : Description en fonction de la taille, ancienneté de la cotation, endettement et croissance du CA (annexes 2, 3, 4 et 5)

Variables	PAS	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	T-student
TAIL	1	321	8,095	2,037	14,315	3,853	7,867
	0	285	6,869	1,766	12,508	3,101	(***)
	Echantillon globale		7,518	2,008	14,315	3,101	
ANCOT	1	321	6,522	3,851	22	0,000	0,317
	0	285	6,421	3,966	28	0,000	
	Echantillon globale		6,475	3,903	28	0,000	
ENDT	1	319	107,503	120,763	674,622	0,000	1,067
	0	285	96,043	143,058	1568,25	0,000	
	Echantillon globale		102,096	131,767	1568,25	0,000	
CROIS (en %)	1	321	19,206	52,050	595,904	- 90,868	- 0,889
	0	285	24,002	79,343	521,389	- 50,394	
	Echantillon globale		21,743	66,286	595,904	- 90,868	

À partir des résultats du tableau 5.3, nous constatons que la différence des moyennes relative à la variable « TAIL » est significative au seuil de 1%. En effet, la valeur du « t-student » est en dehors de la zone d'acceptation. Ceci permet de rejeter l'hypothèse H_0 d'égalité des moyennes entre les deux sous-échantillons : « avec actionnariat salarié » et « sans actionnariat salarié ». Une façon plus facile pour pouvoir juger est de considérer la valeur du « p-value » donnée par SPSS. L'hypothèse nulle serait rejetée lorsque la valeur du « p-value » est inférieure au seuil de confiance retenu, soit 10%.

Donc, les entreprises qui disposent de l'actionnariat salarié présentent en moyenne une taille plus importante que de celles qui n'en disposent pas. Ceci est de nature à confirmer les données issues du rapport annuel du Conseil supérieur de la participation (2004) selon lesquelles l'actionnariat salarié est principalement le fait des grandes entreprises.

Quant aux autres variables, « ANCOT », « ENDT » et « CROIS », nous n'avons pas constaté de différence de moyennes significatives. En effet, les différentes valeurs du « t-student » correspondant à ces variables se situent dans la zone d'acceptation de l'hypothèse nulle d'égalité des moyennes (voir tableau 5.3).

Dans le cadre du tableau 5.4, nous décrivons notre échantillon en fonction de la (non)participation de l'État au capital des entreprises.

Tableau 5.4 : Description en fonction de la participation ou non de l'État au capital

	Nombre et % ¹⁶³ d'entreprises où l'État est :		Total
	actionnaire	non actionnaire	
Entreprises avec AS	06 (4,95%)	58 (47,93%)	64 (52,89%)
Entreprises sans AS	02 (1,65%)	55 (45,45%)	57 (47,11%)
Entreprises totales	08 (6,61%)	113 (93,38%)	121 (100%)

La participation de l'État au capital des entreprises est très rare dans notre échantillon. En effet, parmi les 121 entreprises retenues, nous trouvons uniquement huit entreprises où l'État est actionnaire, soit un pourcentage de 6,61%. De ces quelques entreprises, seulement deux qui se trouvent dépourvues de l'actionnariat salarié (soit 1,65% de l'échantillon global).

La structure du gouvernement des entreprises est une autre variable utile pour la description de notre échantillon. Le tableau 5.5 nous fournit ce qui suit :

Tableau 5.5 : Répartition de l'échantillon selon leur structure du gouvernement par type d'entreprise

	Nombre et % d'entreprises avec un conseil :		Total
	d'administration	de surveillance	
Entreprises avec AS	44 (36,36%)	20 (16,52 %)	64 (52,89%)
Entreprises sans AS	41 (33,88%)	16 (13,22%)	57 (47,11%)
Entreprises totales	85 (70,24%)	36 (29,75%)	121 (100%)

Ces chiffres indiquent que notre échantillon est composé par une minorité d'entreprises disposant d'une structure duale, soit 29,75%. Cette même disproportion est révélée chez les deux types d'entreprises qui se trouvent dominés par les entreprises ayant un conseil d'administration.

¹⁶³ Les pourcentages sont établis par rapport à l'échantillon global.

III- Analyse descriptive en fonction des principales variables modératrices

Nous avons intégré dans notre étude empirique certaines variables susceptibles d'avoir un effet modérateur sur la relation principale à étudier. Ces variables sont essentiellement la concentration du capital, la propriété managériale, la propriété institutionnelle et la participation des salariés actionnaires au conseil.

Le tableau 5.6 donne les principales statistiques descriptives relatives aux deux variables « PKBLOC » et « PKMAN ».

Tableau 5.6 : Description de l'échantillon en fonction de la concentration du capital et de la propriété managériale (annexes 2, 3, 4 et 5)

Variables	PAS	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	T-student
PKBLOC	1	321	35,273	22,078	87,960	0,000	- 13,439
	0	285	59,048	21,345	92,850	0,000	(***)
	Echantillon globale		46,454	24,754	92,850	0,000	
PKMAN	1	321	7,695	14,310	92,85	0,000	- 2,588
	0	285	11,385	20,552	85,14	0,000	(***)
	Echantillon globale		19,433	17,606	92,85	0,000	

À partir des résultats du tableau 5.6, nous constatons que les différences des moyennes relatives aux deux variables « PKBLOC » et « PKMAN » sont significatives au seuil de 1%, ce qui permet de rejeter l'hypothèse (H_0) d'égalité des moyennes entre les deux sous-échantillons : avec actionnariat salarié et sans actionnariat salarié.

Nous déduisons de ce tableau que notre échantillon est caractérisé par une forte concentration du capital (46,43% du capital sont en moyenne détenus par les *blockholders*) et une propriété managériale relativement moins importante (19,43% du capital sont en moyenne entre les mains des dirigeants).

En comparaison avec les entreprises sans actionnariat salarié, celles qui en disposent sont marquées par une propriété managériale plus importante (17,69% contre 11,38%) et une concentration du capital moins élevée (35,27% contre 59,04%).

Nous intéressant à la « propriété institutionnelle » et la « participation des salariés actionnaires au conseil », le tableau ci-après nous apporte la description de l'échantillon en fonction de ces deux variables.

Tableau 5.7 : Répartition de l'échantillon en fonction de la propriété institutionnelle et de la présence de SA au conseil

	Nombre et % ¹⁶⁴ d'entreprises qui ont une présence de	
	investisseur(s) institutionnel(s) au capital	Salarié(s) actionnaire(s) au conseil
Entreprises avec AS	41 (33,88%)	34 (28,09%)
Entreprises sans AS	21 (17,35%)	0 (0%)
Entreprises totales	62 (51,23 %)	34 (28,09%)

Nous notons que les investisseurs institutionnels sont présents dans plus que la moitié de l'échantillon global, soit 51,23%. Cette présence est plus importante chez les entreprises qui disposent de l'actionnariat salarié, en comparaison avec celles qui n'en disposent pas (2/3 contre 1/3).

Quant à la présence de salarié(s) actionnaire(s) au conseil, elle est confirmée chez 34 entreprises dotées bien évidemment de l'actionnariat salarié. Ces entreprises présentent plus que la moitié des entreprises avec actionnariat salarié, soit 53,12%.

Finalement, nous nous proposons une description de l'échantillon en fonction de la création de valeur, la variable à expliquer dans notre modélisation empirique.

IV- Analyse descriptive en fonction de la création de valeur

Deux variables à expliquer ont été retenues dans notre étude empirique, à savoir la création de valeur actionnariale et la création de valeur partenariale. Deux mesures sont proposées pour chacune de ces deux variables. Le tableau ci-après présente une description de notre échantillon en fonction de ces différentes mesures.

¹⁶⁴ Les pourcentages sont établis par rapport à l'échantillon global.

Tableau 5.8 : Description de l'échantillon en fonction de la création de valeur actionnariale et partenariale (annexes 2, 3,4 et 5)

Variables	PAS	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	T-student
EVA	1	296	33,883	549,160	3972,97	-2656,78	0,236
	0	263	24,862	340,846	2896,47	-1857,43	
	Echantillon globale		29,639	450,656	3972,97	-2656,78	
VBA	1	321	97,133	98,560	627,585	- 27,617	2,081
	0	285	79,971	104,375	494,154	-95,626	(**)
	Echantillon globale		89,062	101,614	627,585	-95,626	
VA	1	321	49,457	15,678	82,105	- 3,864	13,683
	0	285	27,783	22,989	99,000	0,700	(***)
	Echantillon globale		39,264	22,256	99,000	- 3,864	
PSAL	1	321	57,241	25,942	98,286	0,325	6,380
	0	283	43,270	27,726	43,270	3,000	(***)
	Echantillon globale		50,662	27,669	98,286	0,325	

À partir des résultats du tableau 5.8, nous constatons que les différences des moyennes relatives aux différentes variables à l'exception de l'« EVA » sont significatives. En effet, les valeurs des « t » de student sont toutes en dehors de la zone d'acceptation, ce qui permet de rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des moyennes entre les deux groupes d'entreprises : celles ayant un actionnariat salarié et celles n'en ayant pas.

La première mesure de la création de valeur actionnariale (valeur économique ajoutée, EVA) présente, en termes de moyenne, un signe positif pour l'ensemble de l'échantillon, pour les entreprises qui disposent de l'actionnariat salarié et pour celles qui n'en disposent pas ; la différence de moyennes entre les deux sous-groupes n'étant pas statistiquement significative. Par contre, la seconde mesure (valeur boursière ajoutée, VBA) présente une moyenne plus importante chez les entreprises disposant de l'actionnariat salarié.

Quant à la création de valeur partenariale, nous notons que la valeur ajoutée est positive et est en moyenne, beaucoup plus importante chez les entreprises avec actionnariat salarié que chez les entreprises conventionnelles.

Nous intéressent à la part (ou pourcentage) de la valeur ajoutée allouée aux salariés, nous constatons qu'elle est en moyenne de 50,66% pour l'ensemble de l'échantillon. La différence entre les deux groupes d'entreprises (avec et sans actionnariat salarié) est statistiquement significative ; la supériorité étant du côté des entreprises dotées de l'actionnariat salarié.

Conclusion de la section

Au niveau de cette première section, nous avons pu dégager les différentes caractéristiques des entreprises de notre échantillon, et ce à travers une analyse descriptive. Appliquée à un échantillon de 121 entreprises, l'analyse descriptive s'est proposée d'offrir une représentation objective des caractéristiques de l'échantillon retenu, et ce en fonction des différentes variables retenues dans notre étude. Cette analyse descriptive de notre échantillon a été aussi, l'occasion de souligner les grandes caractéristiques des entreprises avec et sans actionnariat salarié.

Les grandes caractéristiques des entreprises composant notre échantillon ayant été dégagées, il importe à présent de mener notre analyse bivariée qui constitue un préalable à l'analyse multivariée.

SECTION II : Etude de la multicollinéarité et tests de spécification des effets individuels

Nous présentons dans une première sous-section, l'analyse bivariée qui consiste à étudier la corrélation entre les variables prises deux à deux pour s'assurer de l'absence de multicollinéarité entre les variables exogènes de nos modèles. Cette analyse est un préalable indispensable à l'analyse multivariée (objet des sections suivantes).

Une seconde sous-section est consacrée à la présentation des résultats des tests de spécification des effets fixes et des effets aléatoires.

I- Vérification de l'absence de multicollinéarité entre les variables indépendantes

La multicollinéarité est un problème statistique souvent rencontré en régression linéaire multiple. En effet, l'estimation de ce type de régressions exige l'absence de multicollinéarité. Ce problème se pose lorsqu'il existe une forte corrélation entre les variables indépendantes. Statistiquement, il se manifeste quand certaines colonnes de la matrice X (matrice composée des valeurs correspondant aux variables indépendantes) sont presque linéairement dépendantes. Dans ce cas, la matrice $X'X$ est tout à fait inversible mais les résultats de la régression sont très instables et par conséquent difficilement interprétables.

Une analyse bivariée¹⁶⁵ est alors conduite afin de tester l'éventuelle existence d'un problème de multicollinéarité dans nos données. Nous avons établi plusieurs matrices de corrélation¹⁶⁶ qui affichent les valeurs calculées du coefficient de corrélation de Pearson. C'est selon la valeur de ce coefficient que nous pourrions nous prononcer sur l'(in)existence d'un problème de multicollinéarité dans notre modèle de régression.

Kervin (1992) retient pour ce coefficient de corrélation, une valeur critique égale à 0,7 ($\rho = 0,7$) et à partir de laquelle un problème sérieux de colinéarité entre les variables explicatives

¹⁶⁵ Dans le cadre de notre étude empirique, nous nous sommes contenté du test de la multicollinéarité bivariée. La vérification de la multicollinéarité multivariée (la Tolérance de la variable, le Facteur d'Inflation « VIF », la Valeur propre et l'Indice de conditionnement) a été négligée vu le nombre très important des régressions dans notre étude et la multitude des étapes composant cette technique d'analyse.

¹⁶⁶ Nous avons établi une matrice de corrélation entre les variables indépendantes pour l'échantillon global et pour chaque sous échantillon. 15 matrices de corrélation sont alors établies.

est prononcé. Cette valeur critique est élevée à 0,8 d'après Kennedy (1985)¹⁶⁷. Dans notre analyse, nous retenons la limite fixée par Kervin (1992).

Les matrices de corrélation que nous avons dégagées sont présentées dans les annexes 5-19. Nous nous sommes permis d'inclure dans une même matrice l'ensemble des variables mesurant l'actionnariat salarié, et ce seulement pour alléger le nombre des matrices de corrélation à présenter.

Les résultats montrent que tous les coefficients de corrélation de Pearson sont inférieurs à 0,7, limite à partir de laquelle nous commençons généralement à avoir un problème sérieux de multicollinéarité (Kervin, 1992). Cela indique alors l'absence de multicollinéarité entre les variables indépendantes incluses dans nos différents modèles de régression linéaire multiple.

II- Résultats des tests de spécification des effets fixes et des effets aléatoires

Nous présentons dans ce qui suit, un tableau qui synthétise pour chacun des modèles de notre étude, le (sous) groupe et le nombre d'observations (N), la valeur de la statistique F, la valeur de la statistique chi-deux, la nature de l'effet individuel (s'il existe) et la méthode d'estimation appliquée.

Tableau 5.9 : Résultat des tests statistiques et choix de méthode d'estimation pour chaque modèle

Modèle	(sous) groupe et nombre d'observations	Statistique F (p-value)	Chi-deux (p-value)	Nature de de l'effet indiv.	Méthode d'estimation
M ₁	Echantillon global 603	2,95 (0,0000)	17,88 (0,0222)	fixe	Within
M ₂	Echantillon global 603	2,35 (0,0000)	59,89 (0,0000)	fixe	Within
M ₃	Echantillon global 603	2,35 (0,0000)	9,78 (0,2806)	aléatoire	MCG

¹⁶⁷ Cité par Marrakchi (2000)

M ₄	Echantillon global 599	2,61 (0,0000)	8,03 (0,4307)	aléatoire	MCG
M ₅	Echantillon global 604	4,85 (0,0000)	7,23 (0,5117)	aléatoire	MCG
M ₅	PKSAL < 3% 487	4,65 (0,0000)	58,49 (0,0000)	fixe	Within
M ₅	PKSAL ≥ 3% 117	12,55 (0,0000)	5,70 (0,6809)	aléatoire	MCG
M ₅	FORMAS = 2 143	3,96 (0,0000)	4,97 (0,7608)	aléatoire	MCG
M ₅	FORMAS = 3 65	3,32 (0,0015)	5,11 (0,7461)	aléatoire	MCG
M ₆	Echantillon global 603	2,95 (0,0000)	17,88 (0,0222)	fixe	Within
M ₆	PKSAL < 3% 487	6,06 (0,0000)	48,34 (0,0000)	fixe	Within
M ₆	PKSAL ≥ 3% 116	2,23 (0,0026)	2,53 (0,9601)	aléatoire	MCG
M ₆	FORMAS = 2 143	4,31 (0,0000)	4,42 (0,8179)	aléatoire	MCG
M ₆	FORMAS = 3 67	4,44 (0,0001)	2,31 (0,9700)	aléatoire	MCG
M ₇	Echantillon global 604	4,80 (0,0000)	9,05 (0,3381)	aléatoire	MCG
M ₇	PKSAL < 3% 468	2,54 (0,0000)	16,72 (0,0331)	fixe	Within
M ₇	PDVSAL ≥ 3% 136	3,51 (0,0000)	6,60 (0,5804)	aléatoire	MCG
M ₇	FORMAS = 2 143	3,99 (0,0000)	4,63 (0,7965)	aléatoire	MCG
M ₇	FORMAS = 3 67	4,63 (0,0001)	1,26 (0,9960)	aléatoire	MCG
M ₈	Echantillon global 603	2,25 (0,0000)	48,09 (0,0000)	fixe	Within
M ₈	PDVSAL < 3% 468	5,49 (0,0000)	36,14 (0,0000)	fixe	Within

M ₈	PDVSAL $\geq$ 3% 136	3,98 (0,0000)	12,93 (0,1144)	aléatoire	MCG
M ₈	FORMAS = 2 143	5,30 (0,0000)	1,62 (0,9905)	aléatoire	MCG
M ₈	FORMAS = 3 65	2,75 (0,0064)	4,84 (0,7714)	aléatoire	MCG
M ₉	Echantillon global 603	4,37 (0,0000)	8,37 (0,3979)	aléatoire	MCG
M ₉	PKSAL < 3% 487	3,21 (0,0000)	61,72 (0,0000)	fixe	Within
M ₉	PKSAL $\geq$ 3% 116	1,83 (0,0173)	3,20 (0,9215)	aléatoire	MCG
M ₉	FORMAS = 2 143	5,34 (0,0000)	1,20 (0,9967)	aléatoire	MCG
M ₉	FORMAS = 3 67	3,11 (0,0023)	8,35 (0,4000)	aléatoire	MCG
M ₁₀	Echantillon global 603	4,15 (0,0000)	8,20 (0,4145)	aléatoire	MCG
M ₁₀	PDVSAL < 3% 468	3,60 (0,0000)	53,04 (0,0000)	fixe	Within
M ₁₀	PDVSAL $\geq$ 3% 135	2,24 (0,0008)	3,95 (0,8613)	aléatoire	MCG
M ₁₀	FORMAS = 2 143	5,49 (0,0000)	1,25 (0,9962)	aléatoire	MCG
M ₁₀	FORMAS = 3 67	2,35 (0,0171)	7,33 (0,5014)	aléatoire	MCG
M ₁₁	Echantillon global 599	4,02 (0,0000)	11,07 (0,1978)	aléatoire	MCG
M ₁₁	PKSAL < 3% 487	3,14 (0,0000)	47,67 (0,0000)	fixe	Within
M ₁₁	PKSAL $\geq$ 3% 112	1,99 (0,0092)	5,13 (0,7435)	aléatoire	MCG
M ₁₁	FORMAS = 2 141	4,98 (0,0000)	1,86 (0,9851)	aléatoire	MCG
M ₁₁	FORMAS = 3 65	3,25 (0,0018)	5,07 (0,7503)	aléatoire	MCG
M ₁₂	Echantillon global 599	3,88 (0,0000)	11,30 (0,1851)	aléatoire	MCG

M ₁₂	PDVSAL < 3% 468	3,34 (0,0000)	43,03 (0,0000)	fixe	Within
M ₁₂	PDVSAL ≥ 3% 131	2,27 (0,0008)	5,30 (0,7255)	aléatoire	MCG
M ₁₂	FORMAS = 2 141	5,30 (0,0000)	1,62 (0,9905)	aléatoire	MCG
M ₁₂	FORMAS = 3 67	4,13 (0,0002)	3,79 (0,8754)	aléatoire	MCG
M ₁₃	Echantillon global 599	4,08 (0,0000)	17,76 (0,0591)	fixe	Within
M ₁₃	PKBLOC ≤ 33% 187	3,09 (0,0000)	10,37 (0,4091)	aléatoire	MCG
M ₁₃	PKBLOC > 33% 418	4,01 (0,0000)	4,03 (0,9458)	aléatoire	MCG
M ₁₄	Echantillon global 599	4,08 (0,0000)	15,64 (0,1103)	aléatoire	MCG
M ₁₄	PKBLOC ≤ 33% 186	3,37 (0,0000)	6,39 (0,7817)	aléatoire	MCG
M ₁₄	PKBLOC > 33% 413	4,55 (0,0000)	6,95 (0,7301)	aléatoire	MCG
M ₁₅	Echantillon global 603	4,45 (0,0000)	13,61 (0,1914)	aléatoire	MCG
M ₁₅	PKBLOC ≤ 33% 186	3,05 (0,0000)	8,76 (0,5549)	aléatoire	MCG
M ₁₅	PKBLOC > 33% 416	4,71 (0,0000)	7,62 (0,6659)	aléatoire	MCG
M ₁₆	Echantillon global 599	4,07 (0,0000)	15,21 (0,1247)	aléatoire	MCG
M ₁₆	PKBLOC ≤ 33% 185	3,34 (0,0000)	5,65 (0,8437)	aléatoire	MCG
M ₁₆	PKBLOC > 33% 417	4,40 (0,0000)	7,56 (0,6717)	aléatoire	MCG
M ₁₇	PII = 0 293	5,72 (0,0000)	93,68 (0,0000)	fixe	Within
M ₁₇	PII = 1 310	22,56 (0,0000)	6,24 (0,6203)	aléatoire	MCG
M ₁₈	PII = 0 294	4,68 (0,0000)	57,01 (0,0000)	fixe	Within

M ₁₈	PII = 1 310	18,28 (0,0000)	8,29 (0,4054)	aléatoire	MCG
M ₁₉	PII = 0 294	4,16 (0,0000)	70,80 (0,0000)	fixe	Within
M ₁₉	PII = 1 310	3,52 (0,0000)	23,54 (0,0027)	fixe	Within
M ₂₀	absence II 293	4,59 (0,0000)	27,34 (0,0006)	fixe	Within
M ₂₀	PII = 1 310	3,61 (0,0000)	32,93 (0,0001)	fixe	Within
M ₂₁	Echantillon global 603	4,78 (0,0000)	9,01 (0,5308)	aléatoire	MCG
M ₂₁	PKMAN ≤ 33% 453	4,60 (0,0000)	8,26 (0,6037)	aléatoire	MCG
M ₂₁	PKMAN > 33% 151	2,58 (0,0002)	9,36 (0,4980)	aléatoire	MCG
M ₂₂	Echantillon global 602	4,21 (0,0000)	17,26 (0,0688)	fixe	Within
M ₂₂	PKMAN ≤ 33% 451	4,08 (0,0000)	59,60 (0,0000)	fixe	Within
M ₂₂	PKMAN > 33% 151	2,28 (0,0009)	16,82 (0,0783)	fixe	Within
M ₂₃	Echantillon global 602	4,26 (0,0000)	23,11 (0,0103)	fixe	Within
M ₂₃	PKMAN ≤ 33% 453	4,65 (0,0000)	8,31 (0,5988)	aléatoire	MCG
M ₂₃	PKMAN > 33% 148	3,47 (0,0000)	22,26 (0,0138)	fixe	Within
M ₂₄	Echantillon global 598	3,85 (0,0000)	24,01 (0,0076)	fixe	Within
M ₂₄	PKMAN ≤ 33% 453	4,31 (0,0000)	21,57 (0,0175)	fixe	Within
M ₂₄	PKMAN > 33% 151	2,28 (0,0009)	16,82 (0,0783)	fixe	Within
M ₂₅	PSAC = 0 443	1,75 (0,0002)	11,13 (0,1947)	aléatoire	MCG
M ₂₅	PSAC = 1 160	4,03 (0,0000)	20,86 (0,0075)	fixe	Within

M ₂₆	PSAC = 0 442	3,37 (0,0000)	3,71 (0,8823)	aléatoire	MCG
M ₂₆	PSAC = 1 161	4,53 (0,0000)	67,12 (0,0000)	fixe	Within
M ₂₇	PSAC = 0 442	3,51 (0,0000)	15,01 (0,0589)	fixe	Within
M ₂₇	PSAC = 1 161	4,06 (0,0000)	53,90 (0,0000)	fixe	Within
M ₂₈	PSAC = 0 439	3,59 (0,0000)	11,18 (0,1917)	aléatoire	MCG
M ₂₈	PSAC = 1 161	5,23 (0,0000)	12,24 (0,1409)	aléatoire	MCG

Nos modèles sont alors de deux types : modèles à effets fixes et modèles à effets aléatoires. La qualité des modèles à effets fixes sera analysée par le coefficient de corrélation R^2 (within) et la statistique F ; alors que pour juger la qualité des modèles à effets aléatoires, nous présenterons les deux critères : « Log likelihood » et « Wald chi2 ».

Conclusion de la section

Cette première section a été l'occasion de présenter les différents tests et outils statistiques utilisés dans notre étude empirique.

D'abord, et afin de tester l'éventuelle existence d'un problème de multicollinéarité dans nos données nous avons établi des matrices de corrélation (analyse bivariée). Les résultats ont montré que tous les coefficients de corrélation de Pearson sont inférieurs à 0,7, limite à partir de laquelle nous risquons généralement d'avoir un problème sérieux de multicollinéarité (Kervin, 1992). Cela indique alors, l'absence de multicollinéarité entre les variables indépendantes incluses dans nos différents modèles de régression linéaire multiple.

Puis, et étant donné que notre démarche empirique se base sur la méthode des régressions linéaires multiples en données de panel (*Cross-sectional times series*), nous avons été conduit à tester la présence des effets individuels dans nos données (test de Fisher) et éventuellement la nature de ces effets : fixe ou aléatoire (test d'hausman). En effet, le choix de la méthode d'estimation appliquée dépend de la présence de cet effet et de sa nature.

Un tableau récapitulatif a présenté pour chacun des modèles de notre étude, les différentes statistiques dégagées et leur issue quant à la nature de l'effet individuel (s'il existe) et la méthode d'estimation appliquée.

Dans ce qui suit, et au niveau de la troisième section, nous présentons les résultats dégagés suite au test de la relation directe entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale.

SECTION III : Nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur »

S'inscrivant dans le cadre de la double approche, actionnariale et partenariale, de la gouvernance des entreprises, notre travail doctoral a pour principal objectif de démêler la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale. La présente section examine dans un premier temps, la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale. Elle traite par la suite, la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur partenariale.

Dans un souci de simplification et afin d'alléger la présentation, les tableaux résumant les résultats de chaque modèle de régression reprennent la valeur des estimateurs et leur significativité codée à l'aide des seuils utilisés fréquemment dans les recherches empiriques :

- * significatif au seuil de 10%
- ** significatif au seuil de 5%
- *** significatif au seuil de 1%

I- Nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale »

Dans le cadre de notre étude empirique, la nature du lien direct entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale est examinée à travers le test des trois hypothèses (H_1 , $H_{1,1}$ et $H_{1,2}$) ainsi formulées :

Hypothèse 1 : *La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur actionnariale.*

Hypothèse 1.1 : *Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur actionnariale.*

Hypothèse 1.2 : *Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la création de valeur actionnariale.*

Dans la mesure où la création de valeur actionnariale est mesurée au moyen de deux indicateurs, à savoir la valeur économique ajoutée (*Economic Value Added*, EVA®) et la

valeur boursière ajoutée (VBA), nous récapitulons dans le tableau 5.10 les modèles visant à tester ces trois hypothèses.

Tableau 5.10 : Récapitulatif des modèles testant le lien entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale »

	H₁	H_{1,1}	H_{1,2}
Variable explicative Variable à expliquer	Présence de l'actionnariat salarié PAS	Pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires PKSAL	Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés actionnaires PDVSAL
Valeur économique ajoutée EVA	Modèle (M ₁)	Modèle (M ₅)	Modèle (M ₇)
Valeur boursière ajoutée VBA	Modèle (M ₂)	Modèle (M ₆)	Modèle (M ₈)

Les résultats de ces différents modèles seront présentés en fonction de la variable explicative. Les résultats seront alors, exposés dans l'ordre suivant :

- En premier lieu, nous présentons les résultats relatifs à la relation entre la présence de l'actionnariat salarié et chacune des deux mesures de la création de valeur actionnariale (Hypothèse 1).
- En deuxième lieu, nous exposons les résultats relatifs à la relation entre le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires et chacune des deux mesures retenues pour la création de valeur actionnariale (Hypothèse 1.1)
- En troisième lieu, nous interprétons les résultats relatifs au lien entre le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés actionnaires et les deux mesures de la création de valeur actionnariale (Hypothèse 1.2).

Pour se prononcer sur chacune des trois hypothèses (H_1 , $H_{1,1}$ et $H_{1,2}$), il est nécessaire de confronter les résultats issus des deux modèles qu'y se rattachent. Une interprétation des résultats dégagés nous permettra de confirmer ou d'infirmer les prédictions de ces différentes hypothèses.

1- Présence de l'actionnariat salarié et création de valeur actionnariale

Comme nous l'avons déjà indiqué au niveau du tableau 5.10, la relation entre la « présence de l'actionnariat salarié » et la « création de valeur actionnariale » fait l'objet de notre première hypothèse (H_1) qui est testée par la mise en rapport des résultats issus des deux modèles (M_1) et (M_2).

Le tableau 5.11 résume ci-après les résultats dégagés par ces deux modèles, (M_1) et (M_2).

Tableau 5.11 : Résultats des régressions estimant l'effet de la présence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale

Variables	Modèle (1)		Modèle (2)	
	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
PAS	0,0267	0,25	0,4237***	25,98
ENDT	-0.0037	-0,19	0,1121	1,37
CROIS	0,2137**	2,40	0,0069	0,71
ETAT	0,0599	0.24	0,2553	1,12
STGE	0,1625	1,01	-0,0916	-0,62
TAIL	0,4727***	26,61	0,0038**	2,14
ANCOT	0.0052	0,55	-0,0249***	-2,87
SECT	-6.0930	-0,22	0,0266	0,88
Constante	-1,5361***	-5,74	-1,1814***	-4,81
R^2 within	0,6142		0,6025	
Statistique-F	94,32***		89,82***	

Variable dépendante du (M_1) : EVA ; Variable dépendante du (M_2) : VBA

Seuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Nombre d'observations : 603

Selon les résultats exposés ci-dessus, nous notons que les deux modèles (M_1) et (M_2) ne convergent pas quant à l'effet de la présence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale. En effet, la variable « présence de l'actionnariat salarié » présente un effet positif et significatif au seuil de 1% sur la VBA, alors qu'elle ne montre aucun effet sur l'EVA. Notre première hypothèse (H_1) stipulant un effet positif, ne se trouve alors confirmée qu'au niveau du modèle (M_2) qui retient la VBA comme mesure de la création de valeur actionnariale.

Nous intéressant aux variables de contrôle, nous notons que la variable « TAIL » a un effet positif dans les deux modèles. Aussi, la variable « CROIS » a un effet positif sur l'EVA, alors que la variable « ANCOT » présente un effet négatif sur la VBA.

2- Pourcentage du capital et création de valeur actionnariale

Toujours dans le cadre de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale », nous testons dans ce qui suit, le lien entre le pourcentage du capital détenu par les salariés et la création de la valeur actionnariale. Ce test nous permettra de nous prononcer sur l'hypothèse ($H_{1.1}$).

Nous rappelons par ailleurs, que nous envisageons dans ce cadre trois étapes d'analyse : Une première étape qui consiste à tester le lien proprement dit ; une deuxième qui étudie le lien en fonction du seuil de détention ; et une troisième étape qui examine la même relation selon la forme de détention des actions.

*** Première étape :**

La première étape consiste à tester le lien direct entre le taux de l'actionnariat salarié (ou le pourcentage des actions détenues par les salariés) et la création de valeur actionnariale qui prend deux mesures. Deux modèles alors sont mis à l'épreuve empirique, (M_5) et (M_6). Le tableau 5.4 reprend les principaux résultats de cette étape d'analyse.

Tableau 5.12 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale

Variables	Modèle (5)		Modèle (6)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	t-statistique
PKSAL	0,5744	0,44	0,4727***	26,61
ENDT	-1,6250***	-4,39	-0.0003	-0,19
CROIS	0,1884***	3,56	0,0026	0,25
ETAT	1,6430	1,22	0,0599	0.24
STGE	1,1921*	1,82	0,1625	1,01
TAIL	-0,0446	-0,96	0,2137**	2.4
ANCOT	0,0693	0,90	0,0052	0,55
SECT	0,7246	1,18	-0,0071	-0,22
Constante	3,2679**	2,47	-1,5361***	-5,74
R² within	-		0,6142	
Statistique-F	-		94,32***	
Wald chi2	36,52***		-	
Log likelihood	-2052,88		-	

Variable dépendante pour (M₅) : EVA ; Variable dépendante pour (M₆) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 604 (pour M₅) ; 603 (pour M₆)

Tout comme les résultats relatifs à la présence de l'actionnariat salarié, le tableau 5.12 montre que les deux modèles (M₅) et (M₆) ne convergent pas quant à l'effet du pourcentage du capital détenu par les salariés (PKSAL) sur la création de valeur actionnariale. En effet, la variable « PKSAL » présente un effet positif et significatif au seuil de 1% sur la VBA, alors qu'elle ne montre aucun effet significatif sur l'EVA. Dans le cadre de cette première étape d'analyse, notre hypothèse (H_{1.1}) stipulant un effet positif, est alors confirmée au niveau du modèle (M₆) qui retient la VBA comme mesure de la création de valeur actionnariale.

*** Deuxième étape :**

La deuxième étape d'analyse entend en étudier les résultats en fonction du seuil de détention des actions retenu, à savoir 3%. L'échantillon a ainsi été divisé sous forme de deux sous échantillons selon que les actionnaires salariés détiennent plus ou moins 3% du capital. Nous

intéressant d'abord au premier sous-échantillon (entreprises disposant moins de 3% du capital), nous résumons dans le tableau 5.13 les résultats qu'y se rapportent.

Tableau 5.13 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (PKSAL < 3%)

	Modèle (5)		Modèle (6)	
Variables	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
PKSAL	0,0116**	2,12	0,9119***	13,49
ENDT	0,0010*	1,65	-0.0681***	-4.26
CROIS	0,0793***	5,56	0,0085*	1,91
ETAT	0,0980	1,62	0,0381	0,77
STGE	0,2364***	4,08	0,1924***	4,04
TAIL	0.0118	0.55	-0,0043	-0,25
ANCOT	0,0018	0,82	0,0016	0,89
SECT	-0.0012	-0,17	-0,0019	-0.32
Constante	-0.0933	-1,56	-0,0579	-1,19
R² within	0,1669		0,4421	
Statistique-F	9,04***		35,75***	

Variable dépendante pour (M₅) : EVA ; Variable dépendante pour (M₆) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 487

Ces résultats montrent que l'effet positif du pourcentage d'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale s'est nettement prononcé, en comparaison avec les résultats affichés dans le tableau 5.12. En effet, la variable « PKSAL » présente un effet positif aussi bien sur la VBA (modèle M₆) que sur l'EVA (modèle M₅). Cet effet positif est respectivement significatif au seuil de 1% et 5%. De surcroît, l'ampleur du coefficient de réponse lié à la variable « PKSAL » dans le modèle (M₆) est presque doublé, en passant de 0,47 (valeur estimée à partir de l'échantillon global) à 0,91 (valeur estimée à partir du sous-échantillon 1).

Ces résultats sont alors de nature à conforter notre hypothèse (H_{1.1}) dans le cadre des entreprises disposant d'un pourcentage d'actionnariat salarié inférieur à 3% du capital.

Qu'en est-il alors du second sous-échantillon ?

Le tableau suivant résume les résultats de l'estimation des deux modèles (M₅) et (M₆) dans le cadre des entreprises ayant un taux d'actionnariat salarié supérieur ou égal à 3%.

Tableau 5.14 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (PKSAL ≥ 3%)

Variables	Modèle (5)		Modèle (6)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PKSAL	0,0119	0,16	-0,0000	-0,06
ENDT	-0,2219***	-4,64	-0,1134***	-16,21
CROIS	0,0122**	2,55	-0,0001	-0.18
ETAT	0,1321*	1,72	0,0069	0,64
STGE	-0,0072	-0.15	0,0052	0,75
TAIL	-0,0240	-0,45	0,2411***	53,73
ANCOT	0,0023	0,51	0,0009	1.53
SECT	-0,0549*	-1,75	0,0007	0,10
Constante	0,7822***	4,70	0,1586***	7,82
Wald chi2	33,67***		6820,41***	
Log likelihood	0,08419		227,019	

Variable dépendante pour (M₅) : EVA ; Variable dépendante pour (M₆) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 117 (pour M₅) ; 116 (pour M₆)

Ces résultats ne vont pas de pair avec ceux présentés dans le cadre du sous-échantillon (1). En effet, dans le cas de ces entreprises appartenant au sous-échantillon (2), la variable « pourcentage du capital détenu par les salariés » ne présente aucun effet significatif sur les deux mesures de la création de valeur actionnariale.

L'ensemble de ces résultats corrobore l'étude de Conte et Svejnar (1988) selon laquelle l'actionnariat salarié présente un effet positif sur la performance des entreprises, et ce pour seulement de faibles niveaux d'actionnariat. Aussi, ces résultats montrent l'existence **d'un effet de seuil** dans la relation entre « taux de l'actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». Le pourcentage de l'actionnariat salarié est positivement associé à la création de valeur actionnariale, uniquement pour de niveaux inférieurs à 3%. Á partir de ce seuil, cet effet positif s'estompe et devient non significatif.

Cet effet de seuil confirme dans une certaine mesure, les résultats dégagés par Dondi (1992) et Guedri et Hollandts (2008a) qui ont montré que la relation testée est de nature curvilinéaire prenant la forme d'un (U) inversé. Toutefois, dans le cadre de notre étude, un effet négatif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale n'est pas démontré.

*** Troisième étape :**

Dans le cadre de la troisième étape d'analyse explicative, nous étudions la nature de la relation entre le taux de l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale en fonction de la forme de détention des actions. Rappelons que la variable servant à identifier la forme de détention (FORMAS) est codée comme suit :

- 1 si la détention d'actions est sous forme nominative ;
- 2 si la détention est opérée à travers un fonds commun de placement ;
- 3 si la détention est multiforme.

Hormis les entreprises présentant une forme de détention non déterminée (qui sont au nombre de 19), trois sous échantillons sont alors constitués. Nous notons toutefois, qu'aucune régression n'a pu être réalisée pour le premier sous-échantillon (FORMAS = 1) vu le nombre d'observations trop limité.

Nous intéressant au sous-échantillon (FORMAS = 2), le tableau 5.15 ci-après résume les résultats de l'estimation des deux modèles (M_5) et (M_6).

Tableau 5.15 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS=2)

Variables	Modèle (5)		Modèle (6)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PKSAL	0,5852	1,55	0,1838	1,07
ENDT	-0,0023	-0,16	-1,1327***	-3,97
CROIS	0,0477	1,14	0,0239**	2,51
ETAT	0,2158	0,31	0,0327	0,21
STGE	0,4246	1,15	1,1719***	13,74
TAIL	0,1192**	2,30	0,0522***	4,30
ANCOT	-0,2612	-1,18	-0,2337***	-3,42
SECT	-0,0827	-0,20	-0,1545	-1,53
Constante	-17.695	-0,35	3,1123***	11,54
Wald chi2	15,13*		261,44***	
Log likelihood	-310,176		-100,101	

Variable dépendante pour (M₅) : EVA ; Variable dépendante pour (M₆) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 143

Eu égard à ces résultats, nous notons que, dans le cadre d'une détention indirecte des actions par les salariés (à travers essentiellement les FCPE), le pourcentage de l'actionnariat salarié ne présente pas de relation significative sur la création de valeur actionnariale.

Qu'en est-il alors de cette relation, si nous mettons l'accent sur la détention multiforme des actions par les salariés ?

Le tableau 5.16 affiche les résultats trouvés dans ce cadre.

Tableau 5.16 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS = 3)

Variables	Modèle (5)		Modèle (6)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PKSAL	0,5852	1,55	1,2020***	5,34
ENDT	-0,0114	-1,25	0,0017	0,05
CROIS	0,0098	2,74	0,1828***	8,34
ETAT	-0,4465	-0,42	1,8104	0,98
STGE	0,3173***	7,49	-1,0709	-0,56
TAIL	0,0180**	2,53	0,0209	0,47
ANCOT	-0,0649***	-2,60	-0,1751	-1,38
SECT	-0,1590***	-2,65	-1,1396***	-3,34
Constante	0,6583***	6,74	1,7752***	3,04
Wald chi2	98,31***		157,56***	
Log likelihood	24,138		-97,073	

Variable dépendante pour (M₅) : EVA ; Variable dépendante pour (M₆) : VBASeuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$ Nombre d'observations : 65 (pour M₅) ; 67 (pour M₆)

Les résultats exposés dans le tableau 5.16 montrent que la variable « pourcentage du capital détenu par les salariés » a un effet positif sur la VBA, alors que cette même variable ne présente aucun effet significatif sur l'EVA. Dans le cadre d'une détention multiforme, l'hypothèse (H_{1.1}) se trouve alors confirmée au niveau du modèle (M₆) qui retient la VBA comme mesure de création de valeur actionnariale.

En comparant ces résultats avec ceux dégagés dans le cadre d'une détention indirecte, nous pouvons constater que l'effet positif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale est vérifié en cas d'une détention multiforme (détention nominative et indirecte), alors qu'il ne l'est pas dans le cas d'une détention indirecte.

Donc, il semble que la forme de détention des actions influence la relation entre le pourcentage du capital détenu par les salariés et la création de valeur actionnariale.

Etant donné que le « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés » constitue une troisième mesure de l'actionnariat salarié, nous testons dans ce qui suit, la nature de la relation

entre le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés et la création de la valeur actionnariale. Ce test nous permettra de nous prononcer sur l'hypothèse ($H_{1,2}$).

3- Pourcentage des droits de vote et création de valeur actionnariale

Tout comme le test de l'hypothèse ($H_{1,1}$), nous envisageons dans ce cadre trois étapes d'analyse : Une première étape qui consiste à tester le lien proprement dit ; une deuxième qui étudie le lien en fonction du seuil de détention de 3% ; et une troisième étape qui examine la même relation selon la forme de détention des actions.

*** Première étape :**

La première étape consiste à tester le lien direct entre le pourcentage des droits de vote revenant aux salariés et la création de valeur actionnariale. Dans ce cadre, deux modèles sont mis à l'épreuve empirique, à savoir (M_7) et (M_8) et dont les résultats d'estimation sont repris dans le tableau 5.17 ci-dessous.

Tableau 5.17 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des droits de vote accordés aux salariés sur la création de valeur actionnariale

Variables	Modèle (7)		Modèle (8)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	t-statistique
PDVSAL	0,2373***	3,89	0,5382***	25,31
ENDT	-1,6429***	-4,44	0,1146	1,08
CROIS	0,0600	0,46	0,0071	0,57
ETAT	1,5694	1,16	0,3075	1,04
STGE	1,2050*	1,85	-0,1018	-0,53
TAIL	-0,0467	-1,01	0,0050*	2,17
ANCOT	0,0716	0,93	-0,0314***	-2,78
SECT	0,6896	1,12	0,0455	1,15
Constante	3,3013**	2,50	-1,4232***	-4,44
R² within	-		0,5898	
Statistique-F	-		85,19***	
Wald chi2	39,07***		-	
Log likelihood	-2051,689		-	

Variable dépendante pour (M₇) : EVA ; Variable dépendante pour (M₈) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 604 (pour M₅) ; 603 (pour M₆)

D'après ces résultats, le pourcentage des droits de vote revenant aux salariés présente un effet positif et significatif au seuil de 1% sur la création de valeur actionnariale. Cet effet positif concerne les deux mesures retenues de la création de valeur actionnariale (EVA et VBA), contrairement à la variable « pourcentage du capital détenu par les salariés » qui n'a montré qu'un effet positif sur la VBA. Aussi, nous constatons que le coefficient de réponse lié à la variable « PDVSAL » au niveau du modèle (M₈) est relativement supérieur à celui dégagé dans le modèle (M₆) (0,538 contre 0,472). Nous pouvons alors en déduire que cet effet positif démontré jusqu'à présent, de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale est mieux prononcé si les droits de votes accordés aux salariés sont pris en considération.

Dans le cadre de cette première étape d'analyse, notre hypothèse (H_{1,2}) stipulant un effet positif du pourcentage des droits de vote sur la création de valeur actionnariale, se trouve alors confirmée.

*** Deuxième étape :**

Rappelons que cette deuxième étape d'analyse consiste à étudier les résultats en fonction du seuil de 3%. L'échantillon a ainsi été divisé sous forme de deux sous échantillons selon que les actionnaires salariés détiennent plus ou moins 3% de l'ensemble des droits de vote. Nous intéressons d'abord au premier sous-échantillon (entreprises qui accordent moins de 3% des droits de vote à leurs salariés), nous résumons dans le tableau suivant les résultats qu'y se rattachent.

Tableau 5.18 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (PDVSAL < 3%)

Variables	Modèle (7)		Modèle (8)	
	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
PDVSAL	0,2733***	15,89	1,4837**	1,98
ENDT	0,0008	0,20	0,0073	1,35
CROIS	-0,0008	-0,08	0,0669***	4,82
ETAT	0,0451	1,35	-0,1172	-1,51
STGE	0,0298*	1,86	0,0088	0,42
TAIL	0,1094**	2,54	0,2200***	3,92
ANCOT	0,0014	1,30	0,0013	0,59
SECT	-0,0014	-0,27	0,0025	0,35
Constante	-0,2503***	-5,27	-0,0955	-1,55
R² within	0,4930		0,1300	
Statistique-F	41,69***		6,41***	

Variable dépendante pour (M₇) : EVA ; Variable dépendante pour (M₈) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 468

Les résultats repris dans le tableau 5.18 indiquent une influence positive du pourcentage des droits de vote revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale. Cet effet positif, constaté aussi bien sur l'EVA que sur la VBA, vient confirmer la relation positive entre la variable « PKSAL » et la « création de valeur actionnariale » dans le sous-échantillon 1. Nous notons aussi que cet effet positif est de plus grande ampleur, si nous revenons sur les résultats de l'estimation des modèles (M₇) et (M₈) sur l'échantillon global (Tableau 5.17)

Ces résultats viennent alors confirmer notre hypothèse ($H_{1,2}$) dans le cadre de ce premier sous-échantillon ($PDVSAL < 3\%$).

Qu'en est-il alors du second sous-échantillon ?

Le tableau suivant présente les résultats de l'estimation des deux modèles (M_7) et (M_8) dans le cadre des entreprises présentant à leurs salariés un pourcentage de droits de vote supérieur ou égal à 3%.

Tableau 5.19 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon ($PDVSAL \geq 3\%$)

Variables	Modèle (7)		Modèle (8)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PDVSAL	-0,0035	-0,18	-0,4645***	-6,96
ENDT	-0,4339***	-6,35	-0,2393	-1,08
CROIS	-0,0003	-0,03	0,0034	0,28
ETAT	0,3940**	2,22	0,4316	2,39
STGE	0,0616	0,53	0,0456	0,39
TAIL	0,0079**	2,01	0,0078**	2,01
ANCOT	-0,0103	-0,92	-0,0107	-0,96
SECT	0,2753**	2,37	0,2469**	2,09
Constante	2,4766***	9,66	2,6877***	8,93
Wald chi2	56,95***		58,40***	
Log likelihood	-124,378		-123,867	

Variable dépendante pour (M_7) : EVA ; Variable dépendante pour (M_8) : VBA

Seuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Nombre d'observations : 136

Les résultats figurant dans ce tableau montrent que la variable « PDVSAL » a une influence négative sur la VBA, alors qu'elle ne présente aucun effet significatif sur l'EVA. D'après l'estimation du (M_8), l'hypothèse ($H_{1,2}$) se trouve alors rejeté dans le cadre des entreprises qui accordent au moins 3% des droits de vote à leurs salariés.

Ces résultats viennent soutenir notre réflexion quant à l'**existence d'un effet de seuil** dans la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale. En effet, le pourcentage des droits de vote revenant aux salariés est positivement associé à la création de valeur actionnariale, uniquement pour des niveaux inférieurs à 3%. À partir de ce seuil, l'effet de cette variable devient négatif.

Cet effet négatif confirme la conclusion de Faleye et al. (2006), selon laquelle, un niveau significatif d'actionnariat salarié (un pourcentage du capital supérieur à 5% détenu par les salariés) est associé négativement à la performance de l'entreprise.

Ces résultats dans leur ensemble, corroborent les études de Dondi (1992) et Guedri et Hollandts (2008a) qui ont conclu dans un contexte français, sur une relation de nature curvilinéaire prenant la forme d'un (U) inversé.

**** Troisième étape :***

Cette troisième étape d'analyse vise à étudier la nature de la relation entre le pourcentage des droits de vote appartenant aux salariés et la création de valeur actionnariale en fonction de la forme de détention des actions. Nous nous intéressons aux deux formes de détention indirecte et multiforme.

Portant l'intérêt d'abord sur la détention indirecte (FORMAS = 2), le tableau 5.20 ci-après résume les résultats de l'estimation des deux modèles (M_7) et (M_8).

Tableau 5.20 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS=2)

Variables	Modèle (7)		Modèle (8)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PDVSAL	-0,2649	-1,20	0,0003	0,25
ENDT	-0,0021	-0,15	-0,0627***	-3,19
CROIS	0,1184**	2,28	0,0078**	2,14
ETAT	0,2207	0,32	0,0140	0,23
STGE	0,4235	1,14	0,0541*	1,66
TAIL	0,4389	1,48	0,2299***	7,87
ANCOT	0,0499	1,20	-0,0122	-0,33
SECT	-0,0629	-0,15	0,0123***	2,70
Constante	-0,2674	-0,33	0,6429***	8,92
Wald chi2	14,91*		105,50***	
Log likelihood	-310,273		37,416	

Variable dépendante pour (M₇) : EVA ; Variable dépendante pour (M₈) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 143 pour (M₇) ; 141 (pour M₈)

Selon les résultats figurant dans ce tableau, nous remarquons que la variable « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés » ne présente aucun effet significatif sur la création de valeur actionnariale.

Portant par la suite, l'attention sur la détention multiforme des actions par les salariés, nous dégageons les résultats suivants :

Tableau 5.21 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS=3)

Variables	Modèle (7)		Modèle (8)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PDVSAL	-0,1519	-1,19	0,2505***	7,34
ENDT	-0,0089	-0,24	-0,0050	-0,49
CROIS	0,1857***	8,35	0,0101***	2,83
ETAT	0,6000	0,61	0,2069	1,05
STGE	0,0040**	0,02	0,1161	0,30
TAIL	1,1243***	4,92	0,0198***	2,68
ANCOT	0,0210	0,47	-0,0513	-1,83
SECT	-1,0900***	-2,80	-0,1372**	-2,10
Constante	1,7818**	2,01	0,4416*	1,93
Wald chi2	149,63***		94,13***	
Log likelihood	-98,277		23,296	

Variable dépendante pour (M₇) : EVA ; Variable dépendante pour (M₈) : VBASeuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$ Nombre d'observations : 67 (pour M₇) ; 65 (pour M₈)

Les résultats exposés ci-dessus montrent que la variable « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés » a un effet positif et significatif au seuil de 1% sur la VBA ; alors qu'elle ne présente aucun effet significatif sur l'EVA. Dans le cadre d'une détention multiforme, l'hypothèse (H_{1.2}) se trouve alors confirmée au niveau du modèle (M₈).

Une comparaison de ces résultats avec ceux dégagés dans le cadre d'une détention indirecte (tableau 5.20), nous laisse penser que la forme de détention des actions influence la relation entre « le pourcentage des droits de vote accordées aux salariés » et « la création de valeur actionnariale ». Cette même réflexion a été dégagée aussi, suite à la vérification empirique de l'hypothèse (H_{1.1}).

Au vu de l'ensemble de ces résultats dégagés dans le cadre de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale », nous nous proposons dans ce qui suit une synthèse des principaux apports. Cette synthèse nous permet d'avoir une vue d'ensemble sur tous les résultats et de tirer des conclusions issues de leur confrontation.

4- Synthèse et interprétation de l'ensemble des résultats (H_1 , $H_{1.1}$ et $H_{1.2}$)

L'ensemble des résultats présentés jusqu'à présent, nous ont éclairé quant à la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale. Cette relation a été ainsi étudiée à travers la « présence de l'actionnariat salarié » (hypothèse 1), le « pourcentage du capital détenu par les salariés » (hypothèse 1.1) et le « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés » (hypothèse 1.2). Le test de chacune de ces hypothèses comprend deux modèles correspondant aux deux indicateurs de la création de valeur actionnariale¹⁶⁸.

Rappelons que pour les hypothèses ($H_{1.1}$) et ($H_{1.2}$), nous avons réalisé des tests explicatifs visant à :

- ⇒ examiner le lien direct entre la variable à expliquer et la variable explicative ;
- ⇒ étudier la nature de ce lien en partageant l'échantillon en deux groupes selon que la variable explicative est inférieure ou supérieure à un seuil de 3% ;
- ⇒ considérer ce lien en fonction de la forme de détention des actions par les salariés.

Le tableau 5.22 reprend les principaux apports des tests explicatifs réalisés à ce niveau.

¹⁶⁸ Á ce niveau, il y a lieu de préciser que les résultats sont fortement contingentés par la mesure de la variable dépendante (EVA/VBA).

Tableau 5.22 : Récapitulatif des résultats des tests des hypothèses H_1 , $H_{1,1}$ et $H_{1,2}$

Variable à expliquer	Variable explicative →	(H ₁)	Hypothèse (H _{1,1})					Hypothèse (H _{1,2})				
			Pourcentage du capital détenu par les salariés (PKSAL)					Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés (PDVSAL)				
			1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}		1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}	
			PKSAL	PKSAL		FORMAS		PDVSAL	PDVSAL		FORMAS	
				< 3%	≥ 3%	2	3		< 3%	≥ 3%	2	3
Variable à expliquer	EVA	N.S (n=603)	N.S (n=604)	+** (n=487)	N.S (n=117)	N.S (n=143)	N.S (n=65)	+*** (n=604)	+*** (n=468)	N.S (n=136)	N.S (n=143)	N.S (n=67)
	VBA	+*** (n=603)	+*** (n=603)	+*** (n=487)	N.S (n=116)	N.S (n=143)	+*** (n=67)	+*** (n=603)	+*** (n=468)	-*** (n=136)	N.S (n=141)	+*** (n=65)

(+) et (-) correspondent au sens de l'influence de la variable explicative sur la variable dépendante. N.S : influence non significative.
 *, **, *** : significativité au seuil de 10%, 5% et 1%. n: nombre d'observations
EVA et **VBA** : correspondent respectivement à la valeur économique ajoutée et à la valeur boursière ajoutée.
PKSAL : correspond au pourcentage des actions détenues par les salariés. **PDVSAL** : correspond au pourcentage des droits de vote accordés aux salariés.
FORMAS 2 : correspond à la détention indirecte des actions par les salariés. **FORMAS 3** : correspond à la détention multiforme des actions par les salariés.

Comme nous l'avons déjà signalé au niveau de la présentation des résultats, les trois hypothèses vérifiant la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » se trouvent partiellement validées. En dépit de cette validation partielle des hypothèses, une vue d'ensemble des résultats obtenus nous a permis de dégager deux conclusions essentielles, quant à la nature de la relation testée.

⇒ D'abord, nous pouvons nous prononcer sur une relation non monotone entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». En effet, la deuxième étape de la vérification empirique des hypothèses ($H_{1.1}$) et ($H_{1.2}$) montre l'existence d'un effet de seuil dans la relation étudiée. La relation est positive et statistiquement significative tant que le pourcentage du capital détenu par les salariés ou des droits de vote qui leurs sont accordés est inférieur à 3%. Á partir de ce seuil, l'effet du « pourcentage du capital détenu par les salariés, (PKSAL) » s'estompe et devient non significatif ; alors que l'effet du « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés, (PDVSAL) » s'inverse de signe et devient négatif et significatif au seuil de 1% (sur la valeur boursière ajoutée, VBA).

Nous pouvons alors avancer que la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » est curvilinéaire prenant la forme de U-inversé : cette relation est positive pour des niveaux faibles d'actionnariat salarié et négative si le pourcentage de droits de vote revenant aux salariés est supérieur ou égal à 3%.

Nous venons donc, par ce premier résultat, conforter les études de Dondi (1992) et Guedri et Hollandts (2008a) qui, dans un contexte français, ont pu conclure à une relation curvilinéaire et en U-inversé.

Nous inscrivant dans le cadre de la théorie d'agence, ce résultat peut être interprété comme suit :

Á faible niveau, l'actionnariat salarié est un mécanisme de motivation et d'incitation qui permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires, entraînant ainsi une coopération supérieure entre salariés et dirigeants et par conséquent, une baisse de leurs conflits. Alors que, à un niveau significatif (un pourcentage de droits de vote égal ou supérieur à 3%), nous pouvons penser que le dirigeant serait motivé d'instrumentaliser l'actionnariat salarié à des fins d'enracinement, ce qui peut expliquer l'influence négative de cet actionnariat sur la création de valeur actionnariale. Cette hypothèse

de l'enracinement est en phase avec la conclusion de Gharbi et Lepers (2008) selon la quelle un actionnariat salarié significatif (au-delà de 5%) favorise l'enracinement des dirigeants. De plus et selon Trébucq (2002), l'hypothèse de l'enracinement est confirmée par le point de vue des dirigeants eux-mêmes qui admettent que l'actionnariat salarié est un moyen efficace pour la création d'un noyau dur d'actionnaires stables qui peut s'avérer très utile pour échapper à la discipline externe des prises de contrôle hostiles. Dans ce cadre, nous pouvons, pour nous en convaincre, constater la manière dont les grandes entreprises ont utilisé la part détenue par leurs salariés en guise d'arme anti-OPA. L'exemple de l'OPE lancé sur la Société Générale en 1999 vient en témoignage¹⁶⁹.

⇒ La seconde conclusion que nous pouvons tirer de l'ensemble de ces résultats, est que la forme de détention des actions par les salariés influence, *a priori*, la nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». En effet, nous intéressant à la mesure (VBA), la deuxième étape de la vérification empirique des hypothèses (H_{1.1}) et (H_{1.2}) montre un effet positif et significatif au seuil de 1% de l'actionnariat salarié dans le cadre d'une détention multiforme (FORMAS = 3) ; alors qu'une absence d'effet significatif est constatée dans le cadre d'une détention de nature indirecte (FORMAS = 2).

L'absence d'effet positif dans le cadre d'une détention indirecte peut être expliquée par la collusion qui peut exister entre les dirigeants et les gestionnaires du FCPE. En effet, les dirigeants dans ce cas, peuvent inciter les mandataires représentant les fonds, « à soutenir les projets qu'ils présentent et à voter dans le sens de leurs intérêts, notamment dans le cadre d'une stratégie d'enracinement » (Desbrières, 2002). Alors que, l'effet positif qui apparaît dans le cadre d'une détention multiforme est probablement dû à l'indépendance de la gestion des droits de vote détenus sous forme d'actions au nominatif. Dans ce cadre, nous pouvons penser que la détention nominative des actions serait à même de gêner la gestion par la direction générale des actions détenues sous forme d'un fonds commun de placement, pour privilégier les intérêts du manager. Une détention nominative des actions devrait-elle accorder une liberté plus grande aux actionnaires salariés, afin de gérer leurs propres intérêts indépendamment de la direction générale.

¹⁶⁹ L'échec de l'OPE de la BNP lancé sur la société générale en mars 1999 revient en partie à ce que les actionnaires salariés étaient les premiers actionnaires de leur entreprise avec une détention de 8,6% du capital de leur société. Ils ont ainsi pu avoir une influence sur les réactions des opérateurs du marché.

En conclusion, nous rappelons que cette première série d'analyses explicatives a permis de valider partiellement les hypothèses (H_1 , $H_{1.1}$ et $H_{1.2}$). Nous proposons alors dans ce qui suit, un tableau qui résume l'état de ces trois hypothèses après avoir mené l'analyse explicative.

Tableau 5.23 : Etat des hypothèses H₁, H_{1.1} et H_{1.2} après l'analyse explicative

variable à expliquer		(H ₁)	Hypothèse (H _{1.1})					Hypothèse (H _{1.2})				
		Présence de l'actionnariat salarié (PAS)	Pourcentage du capital détenu par les salariés (PKSAL)					Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés (PDVSAL)				
		Étape d'analyse→	1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}		1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}	
			PKSAL	PKSAL		FORMAS		PDVSAL	PDVSAL		FORMAS	
				< 3%	≥ 3%	2	3		< 3%	≥ 3%	2	3
	EVA	Non Validée	Non Validée	Validée	Non Validée	Non Validée	Non Validée	Validée	Validée	Non Validée	Non Validée	Non Validée
	VBA	Validée	Validée	Validée	Non Validée	Non Validée	Validée	Validée	Validée	Rejetée	Non Validée	Validée
EVA et VBA : correspondent respectivement à la valeur économique ajoutée et à la valeur boursière ajoutée. PKSAL : correspond au pourcentage des actions détenues par les salariés. PDVSAL : correspond au pourcentage des droits de vote accordés aux salariés. FORMAS 2 : correspond à la détention indirecte des actions par les salariés. FORMAS 3 : correspond à la détention multiforme des actions par les salariés.												

Nous traitons dans ce qui suit, la deuxième partie de la présente section, qui s'intéresse à la nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

II- Nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale »

Dans le cadre de notre étude empirique, la nature du lien direct entre l'actionnariat salarié et la création de valeur partenariale est examinée à travers le test de trois paires d'hypothèses (H_2 ; H_3), ($H_{2,1}$; $H_{3,1}$) et ($H_{2,2}$; $H_{3,2}$), ainsi formulées :

Hypothèse 2 : *La présence de l'actionnariat salarié favorise la création de valeur partenariale.*

Hypothèse 3 : *La présence de l'actionnariat des salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.*

Hypothèse 2.1 : *Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la création de valeur partenariale.*

Hypothèse 3.1 : *Le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.*

Hypothèse 3.1 : *Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la création de valeur partenariale.*

Hypothèse 3.2 : *Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.*

Nous présentons dans le tableau 5.24, les modèles visant à tester ces différentes hypothèses.

Tableau 5.24 : Récapitulatif des hypothèses et modèles testant le lien entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale »

Variables explicatives Variables à expliquer	Présence de l'actionnariat salarié PAS	Pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires PKSAL	Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés actionnaires PDVSAL
Valeur ajoutée VA	(H ₂) (M ₃)	(H _{2.1}) (M ₉)	(H _{2.2}) (M ₁₀)
Part de la VA accordée aux salariés PSAL	(H ₃) (M ₄)	(H _{3.1}) (M ₁₁)	(H _{3.2}) (M ₁₂)

Les résultats de ces différents modèles seront présentés en fonction de la variable explicative. Les résultats seront alors, exposés dans l'ordre suivant :

- En premier lieu, nous présentons les résultats relatifs à la relation entre la présence de l'actionnariat salarié et chacune des deux variables à expliquer (Hypothèses 2 et 3).
- En deuxième lieu, nous exposons les résultats relatifs à la relation entre le pourcentage du capital détenu par les salariés et chacune de ces deux variables à expliquer (Hypothèses 2.1 et 3.1).
- En troisième lieu, nous apportons les résultats relatifs au lien entre le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés actionnaires et la création de valeur partenariale (Hypothèses 2.2 et 3.2).

1- Présence de l'actionnariat salarié et création de valeur partenariale

Comme nous l'avons déjà indiqué au niveau du tableau 5.24, la relation entre « la présence de l'actionnariat salarié » et « la création de valeur partenariale » fait l'objet des deux hypothèses (H₂) et (H₃) qui sont testées respectivement par les deux modèles (M₃) et (M₄).

Le tableau 5.25 résume ci-après les résultats de l'estimation de ces deux modèles.

Tableau 5.25 : Résultats des régressions estimant l'effet de la présence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale

Variables	Modèle (3)		Modèle (4)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PAS	1,2483***	32,54	0,3923***	35,89
ENDT	-0.0639***	-2,74	-0,0519***	-7,77
CROIS	0,0209**	2,53	0,0045*	1,95
ETAT	0,0913	1,08	0,0023	0,10
STGE	0,0714*	1,74	0,0106	0,91
TAIL	0,0059**	26,61	0,0012	1,49
ANCOT	0,0038	0,78	0,0015	1,12
SECT	0,0974**	2,51	0,024**	2,22
Constante	2,1593***	25,95	0,5108***	21,55
Wald chi2	1154,12***		1384,76***	
Log likelihood	-379,927		376,815	

Variable dépendante du (M₃) : EVA ; Variable dépendante du (M₄) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 603 (pour M₃) ; 599 (pour M₄)

En examinant les résultats exposés ci-dessus, le modèle (M₃) montre une influence positive de la « présence de l'actionnariat salarié » sur la valeur ajoutée. Le coefficient lié à la variable (PAS) est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. L'hypothèse (H₂) se trouve alors confirmée.

Egalement, l'estimation du modèle (M₄) montre que la « présence de l'actionnariat salarié » a un effet positif et statistiquement significatif au seuil de 1% sur la « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Ce résultat confirme les prédictions de notre troisième hypothèse (H₃) qui présume un effet positif.

2- Pourcentage du capital et création de valeur partenariale

Toujours dans le cadre de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale », nous testons dans ce qui suit, le lien entre le pourcentage du capital détenu par les salariés et la création de la valeur partenariale. Ce test nous permettra de nous prononcer sur les hypothèses (H_{2.1}) et (H_{3.1}).

Nous rappelons dans ce cadre, que nous adoptons d'une manière équivalente les trois étapes d'analyse suivantes : Une première étape qui consiste à tester le lien proprement dit ; une deuxième qui étudie le lien en fonction du seuil de détention ; et une troisième étape qui examine la même relation selon la forme de détention des actions.

*** Première étape :**

La première étape consiste à tester le lien direct entre le pourcentage de l'actionnariat salarié et chacun des deux indicateurs de la création de valeur partenariale (valeur ajoutée et part de la valeur ajoutée allouée aux salariés). Deux modèles alors sont mis à l'épreuve empirique, (M₉) et (M₁₁). Le tableau 5.26 reprend les résultats de leur estimation.

Tableau 5.26 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale

Variables	Modèle (9)		Modèle (11)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PKSAL	1,4802***	24,82	0,4127***	17,95
ENDT	-0,0035	-1,06	-0,0418***	-4,38
CROIS	0,0244**	2,54	0,0076**	2,27
ETAT	-0,1517	-1,53	-0,0659**	-1,91
STGE	0,0159	0,33	-0,0052	-0,31
TAIL	-0,0202	-0,75	-0,0007	-0,63
ANCOT	0,0168***	2,99	0,0064***	3,27
SECT	-0,0391	-0,87	-0,0128	-0,81
Constante	2,4243***	25,07	0,6093***	17,99
Wald chi2	689,42***		369,49***	
Log likelihood	-472,537		162,071	

Variable dépendante pour (M₉) : VA ; Variable dépendante pour (M₁₁) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 603 (pour M₉) ; 599 (pour M₁₁)

Eu égard à ces résultats, nous constatons que le pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires a une influence positive et significative (au seuil de 1%) sur la valeur ajoutée. À ce niveau, notre hypothèse (H_{2.1}) qui prévoit un lien positif entre le pourcentage de l'actionnariat salarié et la création de valeur partenariale, se trouve alors confirmée.

Nous intéressant à la répartition de la valeur créée, le modèle (M_{11}) montre que le pourcentage de l'actionnariat salarié a un impact positif et significatif au seuil de 1%, sur la part de la valeur créée allouée aux salariés. Ces résultats viennent alors conforter l'hypothèse ($H_{3.1}$) stipulant que le pourcentage d'actions détenues par les salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit. Nous signalons toutefois, que ce résultat ne va pas de pair avec la conclusion de Poulain-Rehm (2006), selon laquelle la conduite d'une politique d'actionnariat salarié n'a pas une influence sur la répartition de la valeur ajoutée.

*** Deuxième étape :**

Dans le cadre de la deuxième étape de cette analyse, nous étudions l'influence du pourcentage d'actions des salariés actionnaires sur la création de valeur partenariale selon que ce pourcentage est inférieur ou supérieur au seuil de 3%.

Nous intéressant d'abord aux entreprises ayant un taux d'actionnariat salarié inférieur à 3% (sous-échantillon 1), nous présentons dans le tableau 5.27 les résultats qu'y se rattachent.

Tableau 5.27 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($PKSAL < 3\%$)

	Modèle (9)		Modèle (11)	
Variables	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
PKSAL	0,3371***	4,94	-0,0369	-0,33
ENDT	0,0345	1,36	0,0127	1,24
CROIS	5,1514***	21,40	1,6248***	16,66
ETAT	-0,2350**	-2,41	-0,1096***	-2,77
STGE	-0,1480	-0,54	0,1467	5,31
TAIL	0,0442	0,16	-0,0159	-0,14
ANCOT	-0,0045	-0,43	-0,0018	-0,44
SECT	0,0305	0,90	0,0186	1,36
Constante	2,9196***	10,66	0,7592***	6,84
R² within	0,6409		0,5408	
Statistique-F	80,53***		53,14***	

Variable dépendante pour (M_9) : VA ; Variable dépendante pour (M_{11}) : PSAL

Seuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Nombre d'observations : 487

D'après les résultats dégagés, l'estimation du premier modèle (M_9) montre un effet positif et significatif au seuil de 1% du « pourcentage du capital détenu par les salariés » (PKSAL) sur la valeur ajoutée. Nous conservons alors l'hypothèse ($H_{2,1}$), dans le cadre des entreprises ayant un taux d'actionnariat salarié inférieur à 3%.

Néanmoins, le second modèle (M_{11}) n'est pas parvenu à montrer un effet positif et significatif de la variable (PKSAL) sur la part de la valeur créée allouée aux salariés.

Qu'en est-il alors du second sous-échantillon ?

Nous résumons dans le tableau suivant, les résultats de l'estimation des deux modèles (M_9) et (M_{11}) dans le cadre des entreprises ayant un taux de l'actionnariat salarié supérieur ou égal à 3%.

Tableau 5.28 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($PKSAL \geq 3\%$)

	Modèle (9)		Modèle (11)	
Variables	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PKSAL	0,5150***	22,58	0,8264***	15,82
ENDT	-0,0003	-0,45	-0,0000	-0,40
CROIS	0,0004	0,21	-0,0000	-0,18
ETAT	-0,0051	-0,15	-0,0006	-0,09
STGE	-0,0221	-0,97	-0,0036	-0,74
TAIL	0,0394***	2,70	0,0091***	2,87
ANCOT	-0,0021	-0,99	-0,0002	-0,55
SECT	0,0104	0,44	0,0024	0,47
Constante	3,3332***	50,43	0,7614***	53,55
Wald chi2	661,36***		283,09***	
Log likelihood	89,989		259,788	

Variable dépendante pour (M_9) : VA ; Variable dépendante pour (M_{11}) : PSAL

Seuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Nombre d'observations : 116 (pour M_9) ; 112 (pour M_{11})

Les résultats de l'estimation du modèle (M_9) confirment ce qui a été démontré au niveau de l'échantillon global et au niveau du sous-échantillon (1). En effet, le coefficient de réponse lié à la variable (PKSAL) est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. L'hypothèse ($H_{2.1}$), présumant un effet positif sur la création de valeur partenariale, est alors bien confirmée dans le cadre du sous-échantillon (2).

L'estimation du modèle (M_{11}), quant à elle, a montré également une influence positive et significative au seuil de 1% de la variable (PKSAL) sur la part de la valeur créée revenant aux salariés. Donc, contrairement à l'issue du test de l'hypothèse ($H_{3.1}$) dans le premier sous échantillon, cette hypothèse se trouve confirmée dans le cadre des entreprises disposant d'un taux d'actionnariat salarié supérieur ou égal à 3%.

L'ensemble de ces résultats montrent **l'existence d'un effet de seuil** dans la relation entre le pourcentage de l'actionnariat salarié et la répartition de la valeur créée.

*** Troisième étape :**

La troisième étape de cette analyse vise à étudier la relation entre le pourcentage du capital détenu par les salariés et la part de la valeur créée qui leur revient, en fonction de la forme de détention de ces actions.

Le tableau 5.29 présente ci-après, les résultats de l'estimation des deux modèles (M_9) et (M_{11}) pour le sous-échantillon (FORMAS = 2).

Tableau 5.29 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon (FORMAS=2)

Variables	Modèle (9)		Modèle (11)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PKSAL	1,1433***	12,36	-0,0201	-0,54
ENDT	0,0002	0,06	0,0003	0,28
CROIS	0,0229**	2,25	0,0070	1,93
ETAT	0,0864	0,52	-0,0609***	-3,11
STGE	0,1485*	1,64	0,0541*	1,66
TAIL	-0,0306	-0,57	0,0168	0,28
ANCOT	0,0361***	2,86	0,0127***	2,82
SECT	-0,0839	-0,81	0,2913***	7,94
Constante	2,3653	11,88	0,6344***	8,82
Wald chi2	216,13***		106,82***	
Log likelihood	-108,596		37,794	

Variable dépendante pour (M₉) : VA ; Variable dépendante pour (M₁₁) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 143 (pour M₉) ; 141 (pour M₁₁)

Nous intéressant au modèle (M₉), nous pouvons avancer que dans le cadre d'une détention indirecte des actions par les salariés (une détention à travers les FCPE), le pourcentage de l'actionnariat salarié conserve sa relation positive avec la valeur ajoutée. De fait, le coefficient de réponse lié à la variable (PKSAL) est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. L'hypothèse (H_{2.1}) se trouve alors vérifiée dans ce cadre.

Quant à l'estimation du modèle (M₁₁), elle ne montre aucune influence significative du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la part de la valeur créée allouée aux salariés.

Que serait la nature de ces relations, si nous mettons l'accent sur la détention multiforme des actions par les salariés ?

Le tableau 5.30 affiche ci-après, les résultats dégagés dans ce cadre.

Tableau 5.30 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS=3)

Variables	Modèle (9)		Modèle (11)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PKSAL	1,3761***	1,55	0,3229***	7,80
ENDT	-0,0300	-1,50	-0,0066	-0,72
CROIS	0,0298**	2,55	0,0095***	2,70
ETAT	-0,2184***	-3,22	-0,0550**	-2,43
STGE	0,0478	0,05	-0,1793	-0,59
TAIL	0,7481	0,76	0,3348	1,13
ANCOT	0,0517**	2,19	0,0185***	2,59
SECT	-0,3947**	-2,17	-0,1400**	-2,50
Constante	2,3992***	7,67	0,4942***	5,22
Wald chi2	175,06***		101,48***	
Log likelihood	-54,915		24,764	

Variable dépendante pour (M₉) : EVA ; Variable dépendante pour (M₁₁) : VBA

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 67 (pour M₉) ; 65 (pour M₁₁)

Les résultats de l'estimation du modèle (M₉) montrent que le coefficient de réponse lié à la variable « pourcentage du capital détenu par les salariés » est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Ces résultats vont de pair avec ceux dégagés dans le cadre d'une détention indirecte ; et l'hypothèse (H_{2.1}) est donc, également confirmée pour le sous-échantillon (FORMAS = 3). Il semble alors, que la forme de détention des actions par les salariés actionnaires n'influence pas la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la valeur ajoutée. **Le pourcentage des actions détenues par les salariés actionnaires, dans le cadre d'une détention indirecte ou une détention multiforme, influence positivement la création de valeur partenariale.**

Quant à l'estimation du modèle (M₁₁), les résultats montrent aussi une relation positive et statistiquement significative au seuil de 1% entre le pourcentage de l'actionnariat salarié et la part de la valeur ajoutée allouée aux salariés. Ces résultats s'opposent à ceux dégagés dans le cadre d'une détention indirecte ; et l'hypothèse (H_{3.1}) se trouve alors confirmée. Dans ce cadre, nous pouvons avancer *a priori*, que la forme de détention des actions par les salariés influence la nature du lien entre l'actionnariat salarié et la part de la valeur allouée aux

salariés. Précisons toutefois, que ces résultats ne sont pas généralisables au cas où la détention est sous une forme exclusivement nominative. En effet, dans la mesure où aucune régression n'a pu être réalisée pour ce cas précis, nous ne pouvons prétendre à une généralisation de ces résultats à toutes les formes de détention d'actions par les salariés.

Pour nous prononcer sur les hypothèses ($H_{2.2}$) et ($H_{3.2}$), nous portons l'intérêt dans ce qui suit, sur le « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ».

3- Pourcentage des droits de vote et création de valeur partenariale

Dans ce cadre, trois étapes d'analyse sont pareillement envisagées : Une première étape vient tester le lien proprement dit ; une deuxième étudie le lien en fonction du seuil de 3% ; et une troisième étape examine cette même relation selon la forme de détention des actions.

**** Première étape :***

Nous testons au niveau de cette première étape, le lien direct entre le pourcentage des droits de vote revenant aux salariés et la création de valeur partenariale. Dans ce cadre, deux modèles sont mis à l'épreuve empirique, à savoir (M_{10}) et (M_{12}). Les résultats d'estimation sont repris dans le tableau ci-après.

Tableau 5.31 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des droits de vote accordés aux salariés sur la création de valeur partenariale

Variables	Modèle (10)		Modèle (12)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PDVSAL	1,1443***	24,82	0,3244***	18,01
ENDT	-0,0036	-1,07	-0,0437***	-4,57
CROIS	0,0286***	2,97	0,0086*	2,58
ETAT	-0,1796*	-1,81	-0,0741**	-2,15
STGE	0,0233	0,49	-0,0029	-0,18
TAIL	0,0184***	3,27	0,0069***	3,52
ANCOT	-0,0242	-0,89	-0,0008	-0,70
SECT	-0,0525	-1,17	-0,0165	-1,05
Constante	2,4394***	25,19	0,6150***	18,17
Wald chi2	685,79***		371,53***	
Log likelihood	-473,385		162,699	

Variable dépendante pour (M₁₀) : VA ; Variable dépendante pour (M₁₂) : PSALSeuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$ Nombre d'observations : 603 (pour M₁₀) ; 599 (pour M₁₂)

D'après les résultats résumés dans ce tableau, le pourcentage des droits de vote revenant aux salariés actionnaires a une influence positive et statistiquement significative (au seuil de 1%) sur la valeur ajoutée. L'hypothèse (H_{2.2}) qui présume un lien positif entre le pourcentage des droits de vote et la création de valeur partenariale, se trouve alors confirmée.

Également, l'estimation du modèle (M₁₂) montre que cette même variable (PDVSAL) présente un effet positif et significatif au seuil de 1%, sur la part de la valeur créée allouée aux salariés. Ces résultats viennent alors conforter l'hypothèse (H_{3.2}) stipulant que le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés favorise la répartition de la valeur à leur profit.

*** Deuxième étape :**

Rappelons qu'au niveau de cette deuxième étape d'analyse, nous étudions la nature de la relation entre le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés et la création de valeur partenariale en tenant compte du seuil de détention de 3% des droits de vote.

Nous intéressent aux entreprises ayant accordé moins de 3% des droits de vote à leurs salariés (PDVSAL < 3%), nous présentons ci-après, dans le tableau 5.32, les résultats qu'y se rapportent.

Tableau 5.32 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon (PDVSAL < 3%)

Variables	Modèle (10)		Modèle (12)	
	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
PDVSAL	0,3257***	5,46	0,0121	1,23
ENDT	-0,1830**	-2,10	-0,0930**	-2,45
CROIS	4,8614***	21,72	0,1422***	5,46
ETAT	-0,3313*	-1,82	-0,1447*	-1,82
STGE	0,0941	0,40	0,0380	0,37
TAIL	0,0309	1,36	1,5507	15,89
ANCOT	-0,0148	-1,53	-0,0047	-1,12
SECT	0,0126	0,42	0,0116	0,90
Constante	2,8931***	11,47	0,7646***	6,95
R² within	0,6545		0,5286	
Statistique-F	81,21***		48,07***	

Variable dépendante pour (M₁₀) : VA ; Variable dépendante pour (M₁₂) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Nombre d'observations : 468

D'après les résultats exposés, l'estimation du modèle (M₁₀) montre un effet positif et significatif au seuil de 1% du pourcentage des droits de vote accordés aux salariés sur la valeur ajoutée. Nous conservons alors l'hypothèse (H_{2.2}), dans le cadre de ces entreprises.

Toutefois, l'estimation du modèle (M₁₂) ne montre aucune influence significative de cette variable (PDVSAL) sur la part de la valeur créée allouée aux salariés.

Qu'en est-il alors des autres entreprises composant le second sous-échantillon ?

Le tableau 5.33 résume les résultats de l'estimation des deux modèles (M₁₀) et (M₁₂) dans le cadre de ces entreprises.

Tableau 5.33 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($PKSAL \geq 3\%$)

	Modèle (10)		Modèle (12)	
Variables	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PDVSAL	0,4095***	32,31	0,6946***	20,66
ENDT	-0,0003	-0,56	-0,0000	-0,43
CROIS	0,0015	0,89	0,0001	-0,33
ETAT	-0,0287	-1,11	-0,0030	-0,48
STGE	0,0032	0,0166	0,0013	0,33
TAIL	0,0358***	3,34	0,0084***	3,19
ANCOT	-0,0014	-0,87	-0,0000	-0,10
SECT	-0,0001	-0,01	0,0020	0,49
Constante	3,3281***	70,29	0,7551***	65,11
Wald chi2	1328,19***		480,07***	
Log likelihood	138,136		319,201	

Variable dépendante pour (M_{10}) : VA ; Variable dépendante pour (M_{12}) : PSALSeuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$ Nombre d'observations : 135 (pour M_9) ; 131 (pour M_{11})

Les résultats de l'estimation du modèle (M_{10}) confirment ce qui a été démontré au niveau de l'échantillon global et au niveau du premier sous échantillon. En effet, le coefficient de réponse lié à la variable (PDVSAL) est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. L'hypothèse ($H_{2,2}$), présumant un effet positif sur la création de valeur partenariale, est alors bien confirmée dans le cadre de ces entreprises.

Nous intéressant à l'estimation du modèle (M_{12}), les résultats indiquent un effet positif et significatif au seuil de 1% de la variable (PDVSAL) sur la part de la valeur créée revenant aux salariés. Donc, contrairement à l'issue du test de l'hypothèse ($H_{3,2}$) dans le premier sous échantillon, cette hypothèse se trouve confirmée dans le cadre des entreprises ayant accordé à leurs salariés un pourcentage de droits de vote égal ou supérieur à 3%.

Ces résultats issus de l'estimation du modèle (M_{12}), viennent consolider notre réflexion quant à l'existence d'un effet de seuil dans la relation entre l'actionnariat salarié et la part de la valeur créée allouée aux salariés. En effet, le « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés » est positivement associée à la « part de la valeur créée revenant aux salariés »,

uniquement pour des niveaux qui atteignent 3% ; seuil au dessous duquel aucun effet n'est constaté.

*** Troisième étape :**

Au niveau de cette troisième étape, nous examinons la nature de la relation objet des deux hypothèses ($H_{2,2}$) et ($H_{3,2}$), en fonction de la forme de détention des actions.

Le tableau 5.34 présente ci-après, les résultats de l'estimation des deux modèles (M_{10}) et (M_{12}) pour le sous-échantillon (FORMAS = 2).

Tableau 5.34 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon (FORMAS=2)

	Modèle (10)		Modèle (12)	
Variables	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PDVSAL	0,8889***	12,36	0,2299***	7,87
ENDT	0,0002	0,06	0,0003	0,25
CROIS	0,0229***	2,57	0,0078**	2,14
ETAT	0,0810	0,48	0,0140	0,23
STGE	0,1451	1,59	0,0541*	1,66
TAIL	-0,0347	-0,64	-0,0122	-0,33
ANCOT	0,0339***	2,66	0,0122***	2,70
SECT	-0,0474	-0,46	-0,0627***	-3,19
Constante	2,3923	11,95	0,6429***	8,92
Wald chi2	211,16***		105,50***	
Log likelihood	-109,593		37,416	

Variable dépendante pour (M_{10}) : VA ; Variable dépendante pour (M_{12}) : PSAL

Seuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Nombre d'observations : 143 (pour M_{10}) ; 141 (pour M_{12})

Selon les résultats de l'estimation du modèle (M_{10}), nous pouvons avancer que dans le cadre d'une détention de nature indirecte, la variable « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés » conserve sa relation positive avec la valeur ajoutée. De fait, le coefficient de réponse lié à la variable (PDVSAL) est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. L'hypothèse ($H_{2,2}$) se trouve alors confirmée dans ce cadre.

Quant à l'estimation du modèle (M_{12}), cette même variable montre aussi un effet positif (significatif au seuil de 1%) sur la part de la valeur créée revenant aux salariés. Donc, l'hypothèse ($H_{3,2}$) est également vérifiée dans le cadre de ce type de détention.

Dans ce qui suit, nous vérifions la nature de ces relations dans le cas d'une détention multiforme des actions par les salariés.

Le tableau suivant affiche les résultats trouvés dans ce cadre.

Tableau 5.35 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon (FORMAS=3)

Variables	Modèle (10)		Modèle (12)	
	Coefficient	z-statistique	Coefficient	z-statistique
PDVSAL	1,0453***	10,74	0,9430***	5,29
ENDT	-0,0236	-1,14	0,0021	0,06
CROIS	0,0329***	2,77	0,1849***	8,47
ETAT	-1,3688**	2,35	0,5869	0,55
STGE	1,4317	1,24	-0,4036	-0,19
TAIL	-0,1411	-1,54	-0,2045	-1,22
ANCOT	0,0560**	2,32	0,0242	0,55
SECT	-0,2992	-1,40	-1,2196***	-3,11
Constante	1,6590**	2,35	2,0225	1,57
Wald chi2	162,92***		156,79***	
Log likelihood	-56,638		-97,187	

Variable dépendante pour (M_{10}) : VA ; Variable dépendante pour (M_{12}) : PSAL

Seuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Nombre d'observations : 67

Les résultats de l'estimation des modèles (M_{10}) et (M_{12}) présentés ci-dessus, indiquent une influence positive et significative au seuil de 1% de la variable (PDVSAL) sur respectivement la « valeur ajoutée » et la « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Ces résultats confirment ceux dégagés dans le cadre d'une détention indirecte. Les deux hypothèses ($H_{2,2}$) et ($H_{3,2}$), se trouvent alors confirmées dans le cadre d'une détention de nature multiforme.

Il semble alors, que la forme de détention des actions par les salariés actionnaires n'influence pas la nature de la relation entre « le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés » et « la valeur ajoutée » / « la part de la valeur créée allouée aux salariés ». Toutefois, si nous portons l'intérêt sur la valeur estimée du coefficient lié à la variable « PDVSAL », nous remarquons que, dans le cadre d'une détention multiforme, cette influence positive sur la « valeur ajoutée » et la « part de la valeur créée allouée aux salariés » est de plus grande ampleur comparativement au cas de détention indirecte.

Après avoir exposé l'ensemble de ces résultats dégagés dans le cadre de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale », nous en synthétisons dans ce qui suit les principaux apports. Cette synthèse nous permet d'avoir une vue d'ensemble sur tous les résultats et de tirer des conclusions issues de leur confrontation.

4- Synthèse et interprétation de l'ensemble des résultats (H_2 , H_3 , $H_{2.1}$, $H_{3.1}$, $H_{2.2}$ et $H_{3.2}$)

La relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale » a été étudiée à travers la « présence de l'actionnariat salarié, (PAS) » (H_2 et H_3), le « pourcentage du capital détenu par les salariés, (PKSAL) » ($H_{2.1}$ et $H_{3.1}$) et le « pourcentage des droits de vote accordés aux salariés, (PDVSAL) » ($H_{2.2}$ et $H_{3.2}$). Rappelons que pour le test des hypothèses relatives aux deux variables (PKSAL) et (PDVSAL), trois étapes d'analyse ont été mises en œuvre.

Le tableau 5.36 reprend les principaux apports des tests explicatifs réalisés à ce niveau.

Tableau 5.36 : Récapitulatif des résultats des tests des hypothèses (H₂, H_{2.1}, H_{2.2}, H₃, H_{3.1} et H_{3.2})

Variable à expliquer	Variable explicative →	Présence de l'actionnariat salarié (PAS)	Pourcentage du capital détenu par les salariés (PKSAL)					Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés (PDVSAL)				
	Étape d'analyse →	-	1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}		1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}	
			PKSAL	PKSAL		FORMAS		PDVSAL	PDVSAL		FORMAS	
				< 3%	≥ 3%	2	3		< 3%	≥ 3%	2	3
Variable à expliquer	VA	(H ₂)	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.2})	(H _{2.2})	(H _{2.2})	(H _{2.2})	(H _{2.2})
		+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
	PSAL	(n=603)	(n=603)	(n=487)	(n=116)	(n=143)	(n=67)	(n=603)	(n=468)	(n=135)	(n=143)	(n=67)
		(H ₃)	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.2})	(H _{3.2})	(H _{3.2})	(H _{3.2})	(H _{3.2})
		+***	+***	N.S	+***	N.S	+***	+***	N.S	+***	+***	+***
		(n=599)	(n=599)	(n=487)	(n=112)	(n=141)	(n=65)	(n=599)	(n=468)	(n=131)	(n=141)	(n=67)

(+) et (-) correspondent au sens de l'influence de la variable explicative sur la variable dépendante. N.S : influence non significative.
 *** : significativité au seuil de 1%. n : nombre d'observations.
VA et **PSAL** : correspondent respectivement à la valeur ajoutée et à la part de la valeur créée allouée aux salariés.
PKSAL : correspond au pourcentage des actions détenues par les salariés. **PDVSAL** : correspond au pourcentage des droits de vote accordés aux salariés.
FORMAS 2 : correspond à la détention indirecte des actions par les salariés. **FORMAS 3** : correspond à la détention multiforme des actions par les salariés.

D'abord, et en comparaison de ce qui a été rapporté dans le tableau 5.23, une vue d'ensemble de ces résultats nous permettent de souligner que les résultats significatifs sont plus nombreux avec la variable partenariale qu'actionnariale.

Nous intéressant à la vérification empirique des hypothèses (**H₂**, **H_{2.1}** et **H_{2.2}**), les résultats dégagés montrent dans leur ensemble, un effet positif prononcé de l'« actionnariat salarié » sur la « valeur ajoutée ». En effet, la relation est positive et statistiquement significative, quels que soient le pourcentage du capital détenu par les salariés et le pourcentage des droits de votes qui leurs sont accordés.

De plus, le test de ce lien avec pour variable explicative le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés, montre un effet positif et significatif quelle que soit la forme de détention des actions par les salariés. Il semble alors, que la forme de détention des actions n'influence pas le sens initial du lien entre l'actionnariat salarié et la création de valeur partenariale. Précisons cependant que ce résultat n'est pas généralisable au cas où la détention est purement nominative, dans la mesure où aucune régression n'a pu être estimée pour ce cas précis.

La relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale » est, *a priori*, positive quels que soient la forme de détention des actions, le pourcentage du capital détenu par les salariés et le pourcentage des droits de vote qui leurs reviennent.

Ce résultat peut être interprété par le fait que l'actionnariat salarié permet de réduire les coûts d'agence et favorise l'émergence d'une coalition coopérative au sein de l'organisation. En effet, ce mécanisme d'incitation encourage les salariés à contrôler aussi bien leurs efforts que ceux des autres salariés. En d'autres termes, l'actionnariat salarié crée une culture de responsabilité collective et une relation de travail positive qui implique la création d'une perception d'intérêts communs et de buts partagés (Lawler, 1977). Ceci a été signalé également par Long (1980) en soulignant que l'actionnariat salarié procure un sentiment d'avoir des buts communs et partagés et un sentiment d'appartenance (ou de solidarité) et de loyauté. De façon non formelle, ceci favorise l'instauration d'un régime de confiance au sein de l'organisation (Poulain-Rehm, 2006). L'actionnariat salarié serait susceptible donc d'être à l'origine d'un plus grand engagement de leur part, d'un fléchissement de l'absentéisme et de la rotation du personnel, d'un plus grand dévouement à long terme, de plus gros investissements dans le capital humain de l'entreprise et d'une réduction des conflits au sein

de l'organisation. Desbrières (2002) ajoute dans ce cadre, que « La pratique de l'actionnariat apparaît être un facteur-clé d'intégration des salariés dans l'organisation et d'accroissement des performances individuelles et collectives ».

D'après nos résultats, ces effets positifs de la participation des salariés au capital sont maintenus même pour des taux élevés d'actionnariat salarié suscitant l'enracinement du dirigeant.

Étant donné que la problématique de la valeur partenariale soulève inmanquablement celle des destinataires et, par conséquent, de sa répartition, nous avons testé dans ce sens, l'impact de l'actionnariat salarié sur la part de la valeur créée allouée aux salariés. Dans ce cadre, nous nous intéressons aux résultats de la vérification empirique des hypothèses (**H₃**, **H_{3,1}** et **H_{3,2}**).

Une vue d'ensemble de ces résultats montre un effet positif de l'actionnariat salarié sur la part de la valeur créée allouée aux salariés, et ce uniquement pour un actionnariat salarié significatif. Au dessous du taux de 3%, le pourcentage du capital et le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés ne montrent aucune influence significative sur la part de la valeur créée revenant aux salariés. De plus, nous signalons que l'actionnariat salarié (en termes de pourcentage des droits de vote), présente un effet positif et statistiquement significatif au seuil de 1%, quelle que soit la forme de détention des actions par les salariés. Il semble alors, que la forme de détention des actions (indirecte ou multiforme) n'influence pas la nature du lien entre l'actionnariat salarié et la part de la valeur créée qui leurs reviennent.

D'après ces résultats, nous pouvons avancer qu'une participation significative des salariés au capital de leur entreprise (au-delà de 3%), leur permet de défendre et protéger leurs propres intérêts. En effet, un actionnariat salarié significatif favorise la répartition et la redistribution de la valeur créée au profit des salariés. Il paraît jouer ainsi, un rôle important pour la métamorphose des jeux de pouvoir internes à l'entreprise.

Finalement, le tableau 5.37 vient récapituler l'état des hypothèses (H₂, H_{2,1}, H_{2,2}, H₃, H_{3,1} et H_{3,2}) après l'analyse explicative que nous venons de mener.

Tableau 5.37 : Etat des hypothèses (H₂, H_{2.1}, H_{2.2}, H₃, H_{3.1} et H_{3.2}) après l'analyse explicative

Variable à expliquer	Variable explicative→	Présence de l'actionnariat salarié (PAS)	Pourcentage du capital détenu par les salariés (PKSAL)					Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés (PDVSAL)				
	Étape d'analyse→	-	1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}		1 ^{ère}	2 ^{ème}		3 ^{ème}	
			PKSAL	PKSAL		FORMAS		PDVSAL	PDVSAL		FORMAS	
				< 3%	≥ 3%	2	3		< 3%	≥ 3%	2	3
	VA	(H ₂)	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.1})	(H _{2.2})	(H _{2.2})	(H _{2.2})	(H _{2.2})	(H _{2.2})
		Validée	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée	Validée
	PSAL	(H ₃)	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.1})	(H _{3.2})	(H _{3.2})	(H _{3.2})	(H _{3.2})	(H _{3.2})
		Validée	Validée	Non validée	Validée	Non validée	Validée	Validée	Non validée	Validée	Validée	Validée
VA et PSAL : correspondent respectivement à la valeur ajoutée et à la part de la valeur créée allouée aux salariés. PKSAL : correspond au pourcentage des actions détenues par les salariés. PDVSAL : correspond au pourcentage des droits de vote accordés aux salariés. FORMAS 2 : correspond à la détention indirecte des actions par les salariés. FORMAS 3 : correspond à la détention multiforme des actions par les salariés.												

Conclusion de la section

S'inscrivant dans le cadre de la double approche, actionnariale et partenariale, de la gouvernance des entreprises, notre travail de recherche a pour principal objectif de démêler la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale. La présente section a examiné dans un premier volet, la nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». Elle a traité par la suite, la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».

Les principaux résultats dégagés se résument comme suit :

- La relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » est curvilinéaire prenant la forme de U-inversé : cette relation est positive pour des niveaux faibles d'actionnariat salarié ; et négative si le pourcentage de droits de vote revenant aux salariés est supérieur ou égal à 3%.
- La relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale » est, *a priori*, positive quels que soient la forme de détention des actions, le pourcentage du capital détenu par les salariés et le pourcentage des droits de vote qui leurs reviennent.
- L'actionnariat salarié a une influence positive sur la part de la valeur créée allouée aux salariés, et ce uniquement pour un actionnariat salarié significatif (au-delà de 3%).

Une confrontation de l'ensemble de ces résultats et constatations nous laisse penser que :

- Á faible niveau (inférieur à 3%), l'actionnariat salarié est considéré comme un mécanisme de motivation et d'incitation qui permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires, entraînant ainsi une coopération supérieure entre salariés et dirigeants.
- Alors que, à un niveau significatif, l'actionnariat salarié, bien qu'il constitue toujours un mécanisme de motivation et d'incitation et favorise l'émergence d'une coalition coopérative au sein de l'organisation, serait instrumentalisé à des fins d'enracinement

managérial. *A priori*, les salariés actionnaires pourraient en contre partie de leur soutien, défendre leurs intérêts en tant que « salariés ».

L'objet « actionnariat salarié » apparaît donc, complexe à saisir et à étudier. Blasi et al. (1996) plaident pour le repérage et le test de variables modératrices afin de dégager avec le plus de précision possible les contours de l'actionnariat salarié et les variables entrant en ligne de compte pour étudier au mieux, la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur.

La section suivante est consacrée à la présentation des résultats dégagés suite au test de l'effet, *a priori*, modérateur de certains mécanismes de contrôle.

SECTION IV : Influence « modératrice » de certains mécanismes de contrôle

Cette section se propose de tester l'ensemble des hypothèses soulignant le rôle modérateur de certains mécanismes de contrôle dans le cadre de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur. Ainsi, Nous présentons successivement les résultats liés au rôle de la concentration du capital, à la propriété institutionnelle, à la propriété managériale et à la participation des salariés actionnaires au conseil de leur entreprise.

I- Influence de la concentration du capital

Dans le cadre de notre étude empirique, l'influence de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur actionnariale et partenariale, est examinée à travers l'estimation des modèles (M₁₃), (M₁₄), (M₁₅) et (M₁₆). Ces quatre modèles nous permettent de nous prononcer sur les trois hypothèses (H_{4-a}, H_{4-b} et H_{4-c}) ainsi formulées :

Hypothèse 4-a : *La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».*

Hypothèse 4-b : *La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».*

Hypothèse 4-c : *La concentration du capital modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».*

Rappelons, à ce niveau, que notre méthodologie consiste à procéder à une « **analyse de régression multiple** » d'abord sur l'échantillon global, puis en fonction du seuil stratégique légal français de détention des actions retenu (33%).

Les trois tableaux (5.38, 5.39 et 5.40) suivants viennent synthétiser les résultats du test de l'effet modérateur de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur.

Tableau 5.38 : Résultats du test de l'effet modérateur de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (échantillon global)

	Modèle (13)	Modèle (14)	Modèle (15)	Modèle (16)
Variables	Coef. (t-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)
PKSAL	0,1278 (1,58)	0,3943*** (9,54)	1,4148*** (12,52)	0,3917*** (9,47)
PKBLOC	0,1697 (0,99)	-0,0213 (-0,56)	-0,0690 (-0,64)	-0,0168 (-0,45)
PKBLOC*PKSAL	0,3145 *** (8,53)	0,0429 (0,47)	0,1607 (0,66)	0,0545 (0,60)
ENDT	-0,0001 (-0,15)	-0,0555*** (-5,53)	-0,0033 (-1,00)	-0,0006 (-0,58)
CROIS	0,0051 (0,82)	0,0077** (2,24)	0,0240** (2,42)	0,0073** (2,12)
ETAT	-0,0848 (-0,54)	0,0074 (0,24)	-0,1502 (-1,50)	-0,0663* (-1,90)
STGE	0,4817 (1,21)	-0,0734 (-1,48)	0,0162 (0,34)	-0,0047 (-0,28)
TAIL	-0,0762 (-1,45)	-0,0005 (-0,46)	-0,0248 (-0,85)	-0,0428*** (-4,17)
ANCOT	0,0130 ** (2,29)	0,0063*** (3,23)	0,0166*** (2,94)	0,0064*** (3,24)
SECT	-0,0157 (-0,81)	-0,0071 (-0,45)	-0,0354 (-0,78)	-0,0116 (-0,74)
Constante	0,5885 *** (3,48)	0,6561*** (12,17)	2,4711*** (19,07)	0,6199*** (13,65)
R² within	0,4106	-	-	-
Statistique-F	32,60 ***	-	-	-
Wald chi2	-	368,70***	690,65***	370,13***
Log likelihood	-	161,826	-472,249	162,269
N	599	599	603	599

Variable dépendante pour (M₁₃) : EVA ; Variable dépendante pour (M₁₄) : VBAVariable dépendante pour (M₁₅) : VA ; Variable dépendante pour (M₁₆) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Les résultats affichés ci-dessus montrent un effet de modération positif de la concentration du capital uniquement sur la relation entre « PKSAL » et « EVA ». En effet, l'effet combiné des deux variables (PKBLOC*PKSAL) est positif et statistiquement significatif seulement pour le modèle (M₁₃).

Le tableau 5.39 présente ci-après, les résultats de l'estimation des différents modèles portant sur le sous-échantillon ($\text{PKBLOC} \leq 33\%$).

Tableau 5.39 : Résultats du test de l'effet modérateur de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon $\text{PKBLOC} \leq 33\%$)

	Modèle (13)	Modèle (14)	Modèle (15)	Modèle (16)
Variables	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)
PKSAL	0,0272** (2,08)	0,4127*** (7,54)	1,5163*** (9,83)	0,4008*** (7,16)
PKBLOC	-0,3610 (-1,32)	-0,2168** (-2,09)	-0,4267 (-1,59)	-0,2216** (-2,21)
PKBLOC*PKSAL	-0,5216 (-1,34)	-0,1545 (-1,09)	-0,5023 (-1,27)	-0,1550 (-1,08)
ENDT	-0,0261 (-1,21)	0,0109 (0,74)	-0,0252 (-1,17)	0,0072 (0,49)
CROIS	0,2201*** (10,20)	0,0104** (2,22)	0,0281** (2,31)	0,0102** (2,34)
ETAT	-0,1138* (-1,87)	-0,0413* (-1,88)	-0,1410** (-2,48)	-0,1003*** (-4,67)
STGE	0,5161*** (3,05)	-0,0970*** (-3,65)	0,0950 (1,04)	0,0322 (0,97)
TAIL	-0,1113 (-1,57)	0,1706*** (2,81)	0,5602*** (3,41)	0,1932*** (3,27)
ANCOT	0,0152 (1,24)	0,0044 (1,00)	0,0083 (0,66)	0,0017 (0,39)
SECT	-0,0136 (-0,11)	-0,0201 (-0,47)	0,0324 (0,35)	0,0189 (0,57)
Constante	2,7475*** (8,61)	0,8186*** (6,97)	2,7736*** (12,03)	0,7925*** (9,37)
Wald chi2	247,65***	139,85***	242,60***	136,63***
Log likelihood	-159,869	31,479	-159,506	30,668
N	187	186	186	185

Variable dépendante pour (M_{13}) : EVA ; Variable dépendante pour (M_{14}) : VBA

Variable dépendante pour (M_{15}) : VA ; Variable dépendante pour (M_{16}) : PSAL

Seuils de significativité : *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$

Pour ce premier groupe d'entreprises ($\text{PKBLOC} \leq 33\%$), les résultats de l'estimation des quatre modèles montrent que la concentration du capital ne présente aucun effet significatif de modulation sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur actionnariale et partenariale.

Qu'en est-il alors du second groupe d'entreprises ?

Tableau 5.40 : Résultats du test de l'effet modérateur de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon PKBLOC > 33%)

	Modèle (13)	Modèle (14)	Modèle (15)	Modèle (16)
Variables	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)
PKSAL	0,7158** (2,46)	0,0881** (2,12)	1,5069*** (11,84)	0,5189** (2,23)
PKBLOC	-0,0312 (-0,11)	-0,0529 (-0,98)	-0,2518 (-1,62)	-0,2879 (-0,58)
PKBLOC*PKSAL	0,5231* (1,71)	0,0066** (2,19)	-0,0367 (-0,13)	0,1943* (1,66)
ENDT	-0,0083 (-0,97)	-0,0007 (-0,58)	-0,0034 (-0,92)	-0,0054 (-0,80)
CROIS	0,0109 (0,43)	0,0082** (2,18)	0,0255** (2,33)	0,0092 (0,46)
ETAT	-0,2209** (-2,52)	0,4206*** (9,17)	-0,0686* (-1,96)	-0,3153*** (-4,85)
STGE	-0,0220 (-0,14)	-0,0192 (-0,88)	-0,0136 (-0,22)	-0,7236** (-2,51)
TAIL	0,0085 (0,42)	0,0236 (1,14)	0,3435*** (2,85)	0,6370*** (2,87)
ANCOT	-0,5880 (-0,94)	-0,0146 (-0,14)	0,0149* (1,70)	0,0020 (0,13)
SECT	-0,6173* (-1,70)	-0,0533*** (-4,36)	0,0606 (1,01)	0,1728 (1,57)
Constante	0,6643 (1,35)	0,6149*** (11,04)	2,5137*** (15,59)	0,8397*** (2,82)
Wald chi2	20,41**	277,79***	488,81***	41,83***
Log likelihood	-712,912	85,791	-357,896	-615,217
N	418	413	416	417

Variable dépendante pour (M₁₃) : EVA ; Variable dépendante pour (M₁₄) : VBAVariable dépendante pour (M₁₅) : VA ; Variable dépendante pour (M₁₆) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Les résultats affichés par le tableau 5.40 montrent que la concentration du capital a un effet de modération positif sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » (**Hypothèse 4-a confirmée**). Cet effet de modération positif est constaté pareillement sur la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés » (**Hypothèse 4-c confirmée**) ; alors que, aucun effet significatif de modération n'est constaté sur la relation entre le « pourcentage du capital détenu par les salariés » et la « valeur ajoutée » (**Hypothèse 4-b non validée**) .

L'ensemble de ces résultats nous permettent de déduire ce qui suit :

- La concentration du capital semble modérer positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » dans la mesure où au-delà du seuil de 33%, l'actionnariat salarié se transforme en un mécanisme de contrôle des dirigeants. Nous pouvons penser qu'en présence d'un ensemble de *blockholders* influant et en mesure de contrôler efficacement le dirigeant, les salariés actionnaires acquièrent la capacité de contrôler à leur tour le dirigeant en se ralliant à une coalition externe. Nous pouvons aussi penser que les salariés actionnaires, faute de contrats implicites cédés par un dirigeant fortement contrôlé, auraient en effet tendance à se rallier à une coalition influente plutôt que de soutenir les stratégies d'enracinement managérial.

- Aussi, la concentration du capital semble modérer positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés » et ce, pour un pourcentage total du capital dépassant 33% détenu par les *blockholders*. Nous pouvons penser que, se transformant en un mécanisme de contrôle des dirigeants, l'actionnariat salarié permettrait aussi aux salariés actionnaires de protéger et défendre leurs intérêts en tant que « salariés ».

II- Influence de la propriété institutionnelle

Le rôle *a priori*, modérateur de la propriété institutionnelle sur la relation étudiée, est examiné à travers l'estimation des modèles (M₁₇), (M₁₈), (M₁₉) et (M₂₀). Ces quatre modèles nous permettent de nous prononcer sur les trois hypothèses (H_{5-a}, H_{5-b} et H_{5-c}) ainsi formulées :

Hypothèse 5-a : *La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».*

Hypothèse 5-b : *La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».*

Hypothèse 5-c : *La propriété institutionnelle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».*

Rappelons que dans le cadre de notre étude, la « présence d'investisseur(s) institutionnel(s) » est retenue comme indicateur de la propriété institutionnelle. S'agissant d'une variable binaire, l'effet de modération est testé via une analyse de régression par sous-groupes (voir schéma 4.5).

Les deux tableaux 5.41 et 5.42 qui suivent, exposent les résultats de l'analyse explicative visant à étudier l'influence de la présence d'investisseurs institutionnels sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur actionnariale et partenariale.

Tableau 5.41 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en absence d'investisseur(s) institutionnel(s)

	Modèle (17)	Modèle (18)	Modèle (19)	Modèle (20)
Variables	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)
PKSAL	0,0615 (1,09)	-0,0296 (-0,38)	1,1528*** (14,40)	0,2832*** (9,58)
ENDT	0,0213 (1,72)	-0,0428* (-1,68)	-0,4026** (-2,30)	-0,1228** (-1,99)
CROIS	1,0368*** (10,47)	2,9762*** (25,00)	2,4578*** (9,11)	1,0379*** (10,51)
ETAT	0,0811 (0,69)	-0,1152 (-0,78)	-0,0088 (-0,03)	-0,0076 (-0,07)
STGE	0,1062 (1,73)	0,0429 (0,47)	0,1070 (0,52)	0,0350 (0,48)
TAIL	0,2815*** (9,50)	0,0572 (1,62)	0,1136*** (2,88)	0,0342** (2,57)
ANCOT	-0,0099* (-1,93)	0,0038 (0,47)	0,0169 (0,90)	0,0004 (0,07)
SECT	-0,0325 (-1,60)	0,0296* (1,70)	-0,1107* (-1,91)	-0,0332 (-1,64)
Constante	0,4586*** (7,10)	0,3144 (1,43)	3,4856*** (6,98)	0,8512*** (4,83)
R² within	0,5720	0,7903	0,6869	0,5721
Statistique-F	37,76***	106,92***	62,26***	37,77***
N	293	294	294	293

Variable dépendante pour (M₁₇) : EVA ; Variable dépendante pour (M₁₈) : VBA

Variable dépendante pour (M₁₉) : VA ; Variable dépendante pour (M₂₀) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Tableau 5.42 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en présence d'investisseur(s) institutionnel(s)

	Modèle (17)	Modèle (18)	Modèle (19)	Modèle (20)
Variables	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)
PKSAL	-0,0005 (-0,17)	0,4224*** (13,84)	0,1383*** (7,20)	0,2685*** (7,00)
ENDT	-0,0015 (-1,56)	-0,0040 (-0,80)	-0,0046 (-0,70)	-0,0059 (-0,89)
CROIS	0,1617*** (26,17)	0,0316** (2,02)	0,0111 (0,31)	0,1869** (2,09)
ETAT	0,0074 (0,35)	-0,1615 (-1,53)	0,5219 (0,65)	0,4277 (0,53)
STGE	-0,0141 (-1,35)	-0,0664 (-1,28)	-0,2491 (-0,34)	0,3805 (0,80)
TAIL	0,1191*** (18,55)	0,5151*** (16,24)	0,5304 (1,06)	0,3662 (0,68)
ANCOT	0,0010** (2,16)	0,0067*** (2,73)	0,0156** (2,13)	0,0159** (2,16)
SECT	-0,0032 (-0,69)	-0,0130 (-0,55)	0,1910** (2,12)	0,0049 (0,14)
Constante	-0,0099*** (-0,94)	0,1755*** (3,36)	1,9985*** (4,45)	1,9124*** (5,30)
R² within	-	-	0,2238	0,2159
Statistique-F	-	-	8,65***	8,26***
Wald chi2	1442,92***	705,56***	-	-
Log likelihood	364,335	-130,810	-	-
N	310	310	310	310

Variable dépendante pour (M₁₇) : EVA ; Variable dépendante pour (M₁₈) : VBAVariable dépendante pour (M₁₉) : VA ; Variable dépendante pour (M₂₀) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Les résultats exposés dans ces deux tableaux, nous permettent de dégager ce qui suit :

- **L'hypothèse (5-a) est partiellement vérifiée.** En effet, l'estimation du modèle (M₁₈) dans les deux sous-groupes montre une influence modératrice de la propriété institutionnelle ; alors que, l'estimation du modèle (M₁₇) ne montre aucun effet modérateur.

- L'estimation des modèles (M19) et (M20) montre que le « pourcentage de capital détenu par les salariés, PKSAL » est lié positivement à la variable dépendante (VA/PSAL), avec un impact plus fort en l'absence d'investisseurs institutionnels. Le caractère incitatif de

l'actionnariat salarié est, a priori, plus important en l'absence d'investisseurs institutionnels. **Les deux hypothèses (5-b) et (5-c) ne sont pas alors validées.**

III- Influence de la propriété managériale

L'effet *a priori*, modérateur de la propriété managériale sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (actionnariale et partenariale) est examiné à travers l'estimation des modèles (M₂₁), (M₂₂), (M₂₃) et (M₂₄). Ces différents modèles nous permettent de nous prononcer sur les trois hypothèses suivantes :

Hypothèse 6-a : *La propriété managériale modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».*

Hypothèse 6-b : *La propriété managériale modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».*

Hypothèse 6-c : *La propriété managériale modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de valeur créée allouée aux salariés ».*

Pareillement au test de l'effet de modération de la concentration du capital, nous procéderons à ce niveau à une « analyse de régression multiple » d'abord sur l'échantillon global, puis en fonction du seuil stratégique légal français de détention des actions (33%).

Les trois tableaux ci-après (5.43, 5.44 et 5.45) résument les résultats du test de l'effet de modération de la propriété managériale sur la relation étudiée.

Tableau 5.43 : Résultats du test de l'effet modérateur de la propriété managériale sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (échantillon global)

	Modèle (21)	Modèle (22)	Modèle (23)	Modèle (24)
Variables	Coef. (z-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)
PKSAL	0,0036 (0,28)	0,1939*** (23,46)	0,1949*** (23,64)	0,4252*** (16,44)
PKMAN	-0,0005 (-0,00)	0,1561 (1,01)	0,1512 (0,98)	0,5098 (1,16)
PKMAN*PKSAL	-0,9892 *** (-2,86)	-0,1438*** (-4,25)	0,0043 (0,08)	0,0134** (2,42)
ENDT	-0,1864*** (-4,76)	-0,0002 (-0,56)	-0,0002 (-0,55)	-0,0007 (-0,67)
CROIS	0,4664*** (4,62)	0,0022 (1,07)	0,0746 (1,25)	0,0059 (0,97)
ETAT	0,1559 (1,15)	0,0006 (0,01)	-0,1452 (-4,29)	-0,0175 (-0,12)
STGE	0,1040 (1,58)	0,0221 (0,67)	-0,0075 (-0,14)	-0,0781 (-1,50)
TAIL	-0,0055 (-1,20)	0,0054*** (2,81)	0,0047** (2,40)	-0,0696 (0,73)
ANCOT	0,0061 (0,80)	-0,0241 (-1,33)	-0,0217 (-1,20)	-0,4969*** (-4,06)
SECT	0,0717 (1,17)	-0,0059 (-0,88)	-0,0063 (-0,94)	-0,0118 (-0,61)
Constante	0,4008 *** (2,80)	0,3314*** (5,97)	0,3044*** (5,32)	0,6151*** (3,88)
R² within	-	0,6144	0,6156	0,4253
Statistique-F	-	75,03***	75,42***	34,57***
Wald chi2	46,05***	-	-	-
Log likelihood	-657,026	-	-	-
N	603	602	602	598

Variable dépendante pour (M₂₁) : EVA ; Variable dépendante pour (M₂₂) : VBAVariable dépendante pour (M₂₃) : VA ; Variable dépendante pour (M₂₄) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Les résultats reportés dans le tableau ci-dessus, montrent :

- une influence négative de la détention d'actions par les dirigeants sur la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale (**hypothèse 6-a confirmée**). La propriété managériale semble alors défavoriser la création de valeur actionnariale à travers l'actionnariat salarié.

- un effet de modulation positif de la propriété managériale sur la relation entre l'actionnariat salarié et la part de la valeur créée allouée aux salariés (**hypothèse 6-c confirmée**).

- l'absence d'effet de modulation significatif de cette même variable sur la relation entre le pourcentage du capital détenu par les salariés et la valeur ajoutée (**hypothèse 6-b non validée**).

Les deux tableaux qui suivent, résument les résultats des tests de l'effet de modulation de l'actionnariat du dirigeant en fonction du seuil de 33%.

Tableau 5.44 : Résultats du test de l'effet modérateur de la propriété managériale sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon PKMAN $\leq$ 33%)

	Modèle (21)	Modèle (22)	Modèle (23)	Modèle (24)
Variables	Coef. (z-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (t-stat.)
PKSAL	0,2104 (1,16)	0,4029*** (13,63)	0,4920*** (4,18)	0,0114* (1,82)
PKMAN	-0,0983 (-0,25)	-0,0110 (-0,08)	0,1342 (0,82)	0,0033 (0,56)
PKMAN*PKSAL	-2,7330 (-1,48)	-0,0008 (-0,70)	-0,1912 (-0,44)	-0,4304 (-1,13)
ENDT	-0,2337*** (-4,75)	-0,5865 (-1,44)	-0,0060 (-1,11)	-0,0006 (-0,55)
CROIS	0,5621*** (4,28)	1,3180** (2,42)	0,0053 (0,35)	1,0185** (1,94)
ETAT	-0,0065 (-1,20)	0,0025 (0,42)	-0,2144*** (-4,14)	0,0091 (0,07)
STGE	0,0038 (0,25)	0,0426 (0,45)	0,0448 (0,47)	0,0387 (0,42)
TAIL	0,1417 (1,65)	0,0208 (0,30)	0,2187 (1,20)	0,4948*** (19,36)
ANCOT	0,0111 (1,07)	0,0096 (1,47)	0,0115 (1,09)	0,0136 (0,20)
SECT	0,0723 (0,89)	-0,0113 (-0,48)	0,0861 (1,04)	-0,0129 (-0,57)
Constante	0,5026 *** (2,77)	0,3083 (1,46)	0,3981* (1,74)	0,6470*** (3,19)
R ² within	-	0,4199	-	0,5823
Statistique-F	-	25,26***	-	48,94***
Wald chi2	43,18***	-	38,28***	-
Log likelihood	-552,798	-	-555,044	-
N	453	451	453	453

Variable dépendante pour (M₂₁) : EVA ; Variable dépendante pour (M₂₂) : VBA

Variable dépendante pour (M₂₃) : VA ; Variable dépendante pour (M₂₄) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Tableau 5.45 : Résultats du test de l'effet modérateur de la propriété managériale sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon PKMAN > 33%)

	Modèle (21)	Modèle (22)	Modèle (23)	Modèle (24)
Variables	Coef. (z-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)
PKSAL	-0,0045 (-0,60)	0,0878* (1,82)	0,8106*** (4,17)	0,4547 (0,85)
PKMAN	-0,2257* (-1,90)	0,0990 (0,23)	0,0086 (0,86)	0,0990 (0,23)
PKMAN*PKSAL	-1,2125 *** (-4,60)	-0,4111 *** (-3,24)	0,5352 (0,76)	0,0439* (1,82)
ENDT	-0,6021*** (-3,82)	-0,2149*** (-3,28)	-1,1967* (-1,92)	-0,2149*** (-3,28)
CROIS	1,5635*** (22,62)	-0,2144*** (-2,83)	0,0289*** (2,67)	0,4111*** (3,24)
ETAT	-0,7689* (-1,83)	-0,5515 (-1,18)	-0,1873** (-2,32)	-0,2144*** (-2,83)
STGE	0,0821** (2,47)	0,4547 (0,85)	-0,0852 (-0,14)	-0,5515 (-1,18)
TAIL	0,8057* (1,82)	0,0132 (1,66)	0,3526*** (4,56)	0,0028 (0,70)
ANCOT	-0,0158 *** (-3,11)	0,0028 (0,70)	-0,8068 (-1,53)	0,0132 (1,66)
SECT	-0,0609 (-1,47)	-0,0401 (-1,62)	-0,0101 (-0,33)	-0,0401 (-1,62)
Constante	0,2371 * (1,76)	0,5381** (2,09)	1,2305*** (3,87)	0,5381** (2,09)
R² within	-	0,2003	0,6128	0,2011
Statistique-F	-	2,73***	16,77***	2,87***
Wald chi2	1038,59***	-	-	-
Log likelihood	5,540	-	-	-
N	151	151	148	151

Variable dépendante pour (M₂₁) : EVA ; Variable dépendante pour (M₂₂) : VBAVariable dépendante pour (M₂₃) : VA ; Variable dépendante pour (M₂₄) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Le tableau 5.44 montre que, pour un niveau ne dépassant pas 33%, la propriété managériale ne présente aucun effet de modulation significatif sur la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale. En effet, dans le cadre de ce premier sous-groupe, la non significativité de l'effet conjugué des deux variables (PKMAN*PKSAL) est constatée dans les différents modèles.

Quant au second sous-groupe, le tableau 5.45 dégage presque les mêmes constatations apportées par à l'estimation portant sur l'échantillon global (tableau 5.43). En effet, pour un niveau dépassant le seuil de 33%, la propriété managériale modère négativement la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale (**hypothèse 6-a confirmée**). Donc, lorsque le dirigeant détient plus de 33% du capital, cette propriété managériale s'avère être un mécanisme totalement inhibiteur de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

Par ailleurs, l'estimation du modèle (M_{24}) montre un effet de modération positif de la propriété managériale sur la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés » (**hypothèse 6-c confirmée**). Par contre, toujours aucun effet de modération n'est constaté sur la relation entre l'actionnariat salarié et la valeur ajoutée (**hypothèse 6-b non validée**).

L'ensemble de ces résultats nous permettent de déduire ce qui suit :

- La propriété managériale, si elle dépasse le seuil stratégique légal de 33%, modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». Ce résultat soutient, *a priori*, l'hypothèse d'enracinement des dirigeants et l'affiliation des employés aux dirigeants contre les intérêts des actionnaires. En effet, nous pouvons penser qu'en présence d'une détention significative du capital par les dirigeants, les salariés actionnaires pourraient choisir d'adhérer à la coalition interne et soutenir les stratégies d'enracinement managérial **aux dépens des intérêts des actionnaires externes**.
- Une détention significative du capital (plus de 33%) par le dirigeant, semble modérer positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Ce résultat semble être en cohérence avec ce que nous venons d'interpréter. En effet, nous pouvons penser à ce niveau, que les salariés actionnaires n'accepteraient d'adhérer à la coalition interne et de soutenir l'enracinement du dirigeant que s'ils estimaient leurs objectifs privilégiés, à savoir la protection et la sauvegarde de leurs intérêts en tant que « salariés », d'autant plus qu'ils ont sacrifié leurs intérêts en tant qu'actionnaires.
- Finalement, aucune influence modératrice n'a pu être constatée sur la relation entre les deux variables, « pourcentage du capital détenu par les salariés » et « valeur ajoutée ». Cependant, la variable « PKSAL » se trouve toujours avec un effet positif et statistiquement significatif

sur la « valeur ajoutée ». *A priori*, même en cas où les salariés actionnaires soutiennent l'enracinement du dirigeant, l'actionnariat salarié semble constituer toujours un mécanisme de motivation permettant la création de valeur pour l'entreprise, tant que les intérêts des salariés sont préservés.

IV- Influence de la présence de salarié(s) actionnaire(s) au conseil

L'influence *a priori*, modératrice de la participation de salarié(s) actionnaire(s) au conseil sur la relation étudiée, est examinée à travers l'estimation des modèles (M₂₅), (M₂₆), (M₂₇) et (M₂₈). Ces quatre modèles nous permettent de nous prononcer sur les trois hypothèses (H_{7-a}, H_{7-b} et H_{7-c}) ainsi formulées :

Hypothèse 7-a : *La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».*

Hypothèse 7-b : *La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».*

Hypothèse 7-c : *La participation des salariés actionnaires au conseil modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».*

S'agissant d'une variable binaire, nous avons testé l'effet de modération de la participation de salariés actionnaires au conseil, en procédant par une analyse de régression par sous-groupes.

Les deux tableaux (5.46 et 5.47) qui suivent, résument les résultats obtenus :

Tableau 5.46 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en absence de salarié(s) actionnaire(s) au conseil

	Modèle (25)	Modèle (26)	Modèle (27)	Modèle (28)
Variables	Coef. (z-stat.)	Coef. (z-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (z-stat.)
PKSAL	0,3640** (2,53)	0,2315* (1,97)	0,4600*** (23,89)	0,0235 (0,54)
ENDT	-0,0082 (-0,40)	-0,0016 (-0,59)	-0,0014 (-0,52)	-0,0005 (-0,53)
CROIS	0,0321 (0,54)	0,0205** (2,51)	0,0572*** (3,45)	0,0058* (1,94)
ETAT	-1,4524** (-2,13)	-0,0746 (-0,92)	-0,4637*** (-3,01)	-0,0115 (-1,01)
STGE	-0,0342 (-0,10)	0,4773*** (23,12)	0,1941 (0,58)	-0,0156 (-0,90)
TAIL	0,3189 (1,49)	0,2442*** (2,84)	0,0757 (0,21)	0,0056*** (2,72)
ANCOT	0,0485 (1,19)	0,0142 (2,52)	0,0143 (0,93)	0,1285*** (15,04)
SECT	-0,0718 (-0,23)	-0,0587 (-1,32)	-0,0832 (-1,50)	-0,0253 (-1,57)
Constante	-0,4990 (-0,55)	2,2438*** (24,98)	3,5778*** (8,26)	0,5455*** (14,63)
R² within	-	-	0,6363	-
Statistique-F	-	-	75,02***	-
Wald chi2	22,69***	655,91***	-	275,27***
Log likelihood	-1143,202	-268,219	-	175,630
N	443	442	442	439

Variable dépendante pour (M₂₅) : EVA ; Variable dépendante pour (M₂₆) : VBAVariable dépendante pour (M₂₇) : VA ; Variable dépendante pour (M₂₈) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

Tableau 5.47 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en présence de salarié(s) actionnaire(s) au conseil

	Modèle (25)	Modèle (26)	Modèle (27)	Modèle (28)
Variables	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (t-stat.)	Coef. (z-stat.)
PKSAL	0,1678 (0,65)	-0,0936*** (-3,50)	0,1107** (2,05)	0,1698** (2,49)
ENDT	-0,0071 (-0,05)	0,0069 (0,59)	-0,0812 (-0,19)	0,0002 (0,01)
CROIS	0,2575** (2,49)	0,0356 (0,75)	0,6358** (2,11)	2,5492*** (20,35)
ETAT	-0,5445 (-1,60)	-0,0273 (-0,24)	-1,0819 (-1,09)	-0,3428* (-1,86)
STGE	0,0292 (1,54)	-0,0973 (-0,48)	0,4818 (0,64)	0,2266* (1,72)
TAIL	0,1890 (0,40)	3,1672 (0,11)	1,1012*** (12,27)	0,0795** (2,03)
ANCOT	0,0189 (1,41)	0,3735*** (9,41)	0,0543 (1,39)	-0,0009 (-0,12)
SECT	0,0053 (0,11)	0,0284 (0,63)	0,0059 (0,04)	0,1135* (1,67)
Constante	0,2948*** (8,78)	0,0241 (0,01)	1,6983 (1,24)	0,0666 (0,39)
R² within	0,4561	0,4728	0,5916	-
Statistique-F	12,37***	13,34***	21,55***	-
Wald chi2	-	-	-	668,42***
Log likelihood	-	-	-	-78,307
N	160	161	161	161

Variable dépendante pour (M₂₅) : EVA ; Variable dépendante pour (M₂₆) : VBAVariable dépendante pour (M₂₇) : VA ; Variable dépendante pour (M₂₈) : PSAL

Seuils de significativité : *** p < 0.01 ; ** p < 0.05 ; * p < 0.1

L'ensemble de ces résultats nous permet de constater ce qui suit :

- L'estimation du modèle (M₂₆) dans les deux sous-groupes montre un effet modérateur négatif de la variable « présence de salariés actionnaires au conseil » sur la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale (mesurée par la VBA). De ce fait, **l'hypothèse (7-a) qui présume un effet de modération positif est infirmée**. Il semble alors que la participation de salariés actionnaires au conseil favorise le fait que l'actionnariat salarié soit instrumentalisé à des fins d'enracinement.

- L'estimation du modèle (M_{27}) dans les deux sous-groupes montre un effet positif du pourcentage du capital détenu par les salariés sur la valeur ajoutée. Toutefois, le coefficient de réponse liée à la variable « PKSAL » est plus faible pour le second groupe (0,11 contre 0.46). Donc, le pourcentage de capital détenu par les salariés est lié positivement à la valeur ajoutée créée, avec un impact plus fort lorsque les salariés ne sont pas au conseil. Le caractère incitatif de l'actionnariat des salariés paraît alors, plus important lorsqu'ils n'ont pas de rôle politique. **L'hypothèse (7-b) stipulant un effet de modération positif de l'actionnariat salarié sur la valeur ajoutée créée n'est pas alors validée.**

- Finalement, l'estimation du modèle (M_{28}) dans les deux sous-échantillons montre que la présence de salariés actionnaires au conseil présente une influence modératrice positive sur la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ». La participation de salariés actionnaires au conseil permet donc, la sauvegarde des intérêts des salariés au sein de l'entreprise et **l'hypothèse (7-c) se trouve alors, validée.**

Nous pouvons penser à ce niveau, que l'administrateur actionnaire salarié favorise l'enracinement du dirigeant (vu le degré de dépendance) tout en défendant les intérêts des salariés.

V- Synthèse des résultats de l'étude de la modération

Dans le cadre de l'étude de la modération, nous avons intégré l'influence de certains mécanismes de contrôle. À l'issue de l'analyse explicative, nous avons noté que :

- La concentration du capital semble modérer positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » dans la mesure où au-delà du seuil de 33%, l'actionnariat salarié se transforme en un mécanisme de contrôle des dirigeants. Cela suggère qu'en présence d'un ensemble de *blockholders* influant, les salariés actionnaires acquièrent la capacité de contrôler à leur tour le dirigeant en se ralliant à une coalition externe. La concentration du capital revêt aussi un rôle de modération positif sur la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés » et ce, pour un pourcentage total du capital détenu par les *blockholders* dépassant 33%. Donc, se transformant en un mécanisme

de contrôle des dirigeants, l'actionnariat salarié permettrait aux salariés actionnaires de protéger et défendre leurs intérêts en tant que « salariés ».

- La propriété institutionnelle semble n'avoir aucune influence modératrice ni sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale », ni sur la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés ». Cependant, ce résultat mériterait une étude portant sur le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels pour confirmation.
- La propriété managériale, si elle dépasse le seuil stratégique légal de 33%, modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». Ce résultat suggère l'hypothèse d'enracinement des dirigeants et l'affiliation des employés aux dirigeants contre les intérêts des actionnaires. Aussi, une détention significative du capital (plus de 33%) par le dirigeant, semble modérer positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Nous pouvons suggérer à ce niveau, que les salariés actionnaires n'accepteraient d'adhérer à la coalition interne et de soutenir l'enracinement du dirigeant que s'ils estimaient leurs objectifs privilégiés, à savoir la protection et la sauvegarde de leurs intérêts en tant que « salariés », d'autant plus qu'ils ont sacrifié leurs intérêts en tant qu'actionnaires.
- La participation de salariés actionnaires au conseil présente un effet de modération négatif sur la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale ; alors qu'elle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Il semble alors que cette variable favorise le fait que l'actionnariat salarié soit instrumentalisé à des fins d'enracinement tout en préservant les intérêts des salariés au sein de l'entreprise.

Ces résultats nous renvoient à l'idée de Cyert et March (1963) selon laquelle, l'organisation est une coalition interactive de différents groupes d'individus aux objectifs et aux préférences conflictuels. Aussi, nous nous référons à Mintzberg (1986) qui analyse la structure et les jeux de pouvoir à l'intérieur et à l'entour des organisations et qui distingue la coalition interne de la coalition externe. En effet, nos résultats s'expliquent dans une large mesure par la position particulière et spécifique du salarié actionnaire dans son entreprise : en tant que salarié, il

appartient à la coalition interne, mais en tant que propriétaire de celle-ci, il relève de la coalition externe. Avec cette position bien particulière, deux visions opposées sont possibles :

- Dans la mesure où la coalition interne dépend notamment des jeux de pouvoir entre les acteurs internes, les salariés actionnaires pourraient choisir d'adhérer à cette coalition aux dépens des intérêts de la coalition externe (essentiellement, les actionnaires externes) s'ils estimaient leurs objectifs privilégiés. Le dirigeant peut ainsi, privilégier une relation gouvernée par la confiance et avantager les salariés actionnaires en adoptant une stratégie de coopération afin de renforcer leur appartenance interne. Il gagnerait alors le soutien d'une partie des « propriétaires », ce qui peut lui permettre d'asseoir son pouvoir d'influence. Cette première vision considère alors l'actionnariat salarié uniquement comme « *une fraction amicale du capital* » (Gamble, 2000) docile et sous contrôle, jouant le rôle d'une arme anti-OPA et facilitant ainsi l'enracinement des dirigeants.
- Cependant, en cas d'insatisfaction des salariés actionnaires et de conflits de pouvoir entre eux et leur dirigeant, ces premiers vont chercher à se rallier à des détenteurs de pouvoir d'influence externes et renforcer ainsi la coalition externe. Cette situation ne peut que renforcer l'efficacité du gouvernement d'entreprise en permettant un meilleur contrôle de l'action des dirigeants.

Après avoir mené une analyse explicative des résultats, nous proposons ci-après et dans un dernier tableau, un état de l'ensemble des hypothèses qui ont porté sur la modération.

Tableau 5.48 : Etat de l'ensemble des hypothèses après l'analyse explicative

Relation principale Variable modératrice		PKSAL- EVA	PKSAL- VBA	PKSAL-VA	PKSAL- PSAL
Concentration du capital	PKBLOC	(H _{4-a}) Validée	(H _{4-a}) Non validée	(H _{4-b}) Non validée	(H _{4-c}) Non validée
	PKBLOC ≤ 33%	(H _{4-a}) Non validée	(H _{4-a}) Non validée	(H _{4-b}) Non validée	(H _{4-c}) Non validée
	PKBLOC > 33%	(H _{4-a}) Validée	(H _{4-a}) Validée	(H _{4-b}) Non validée	(H _{4-c}) Validée
Propriété institutionnelle		(H _{5-a}) Non validée	(H _{5-a}) Validée	(H _{5-b}) Rejetée	(H _{5-c}) Rejetée
Propriété managériale	PKMAN	(H _{6-a}) Validée	(H _{6-a}) Validée	(H _{6-b}) Non validée	(H _{6-c}) Validée
	PKMAN ≤ 33%	(H _{6-a}) Non validée	(H _{6-a}) Non validée	(H _{6-b}) Non validée	(H _{6-c}) Non validée
	PKMAN > 33%	(H _{6-a}) Validée	(H _{6-a}) Validée	(H _{6-b}) Non validée	(H _{6-c}) Validée
Présence de SA au conseil		(H _{7-a}) Non validée	(H _{7-a}) Rejetée	(H _{7-b}) Non validée	(H _{7-c}) Validée

Conclusion de la section

Cette troisième et dernière section s'est proposée de tester l'ensemble des hypothèses soulignant le rôle modérateur de certains mécanismes de contrôle (la concentration du capital, la propriété institutionnelle, la propriété managériale et la participation de salariés actionnaires au conseil) dans le cadre de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale.

Les principaux résultats dégagés dans ce cadre, se résument comme suit :

- Un pourcentage total du capital détenu par les *blockholders* et dépassant 33%, présente un effet de modération positif sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». L'actionnariat salarié semble se transformer en un mécanisme de contrôle des dirigeants. Nous pouvons penser qu'en présence d'un ensemble de *blockholders* influant, les salariés actionnaires acquièrent la capacité de contrôler à leur tour le dirigeant en se ralliant à une coalition externe. Pareillement, la concentration du capital (avec un pourcentage au-delà de 33%) revêt un rôle de modération positif sur la relation entre « actionnariat salarié » et « la part de la valeur créée allouée aux salariés ». Se transformant en un mécanisme de contrôle des dirigeants, l'actionnariat salarié permettrait aux salariés actionnaires de protéger et défendre leurs intérêts en tant que « salariés ».
- La propriété institutionnelle semble n'avoir aucune influence modératrice ni sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale », ni sur la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés ». Toutefois, un effet de modération positif sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » est partiellement démontré.
- La propriété managériale, si elle dépasse le seuil stratégique légal de 33%, modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». Ce résultat soutient, à notre sens, l'hypothèse d'enracinement des dirigeants et l'affiliation des employés aux dirigeants contre les intérêts des actionnaires. Aussi, une détention significative du capital (plus de 33%) par le dirigeant, semble modérer positivement la relation entre « actionnariat salarié » et

« part de la valeur créée allouée aux salariés ». Nous pouvons avancer à ce niveau, que les salariés actionnaires acceptent d'adhérer à la coalition interne et de soutenir l'enracinement du dirigeant tout en assurant en contre partie, la protection et la sauvegarde de leurs intérêts en tant que « salariés », d'autant plus qu'ils ont sacrifié leurs intérêts en tant qu'actionnaires.

- Finalement, la participation de salariés actionnaires au conseil présente un effet de modération négatif sur la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale ; alors qu'elle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Il semble alors que cette variable favorise le fait que l'actionnariat salarié soit instrumentalisé à des fins d'enracinement tout en préservant les intérêts des salariés au sein de l'entreprise.

Nous reprenons dans le cadre de la conclusion de ce chapitre, les principaux apports de notre analyse explicative.

Synthèse conclusive du chapitre

L'ambition de ce dernier chapitre était d'analyser, au moyen des tests statistiques, la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale, en prenant en compte notamment l'interaction de cette relation avec certains mécanismes de contrôle.

Notre modèle de recherche théorique nous a conduit à focaliser notre étude autour de deux points essentiels :

- Le premier concerne la nature même du lien entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale ;
- Le second s'attache à déterminer les caractéristiques de cette relation principale en intégrant l'influence modératrice de certains mécanismes de contrôle.

L'analyse explicative de ce modèle nous a permis de confirmer et/ou de rejeter certaines hypothèses.

**** Actionnariat salarié et Création de valeur : nature du lien**

*** Nature du lien entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » (H_1 ; $H_{1.1}$ et $H_{1.2}$)**

Une vue d'ensemble des résultats obtenus nous a permis de dégager deux conclusions essentielles, quant à la nature de ce lien.

⇒ D'abord, nous avons pu nous prononcer sur une relation non monotone entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ». En effet, cette relation semble être curvilinéaire prenant la forme de U-inversé : elle est positive pour des niveaux faibles d'actionnariat salarié et négative si le pourcentage de droits de vote revenant aux salariés dépasse 3%.

Ce premier résultat conforte les études de Dondi (1992) et Guedri et Hollandts (2008a) qui, dans un contexte français, ont pu conclure à une relation curvilinéaire et en U-inversé.

Nous pouvons penser alors, qu'à faible niveau, l'actionnariat salarié est un mécanisme de motivation et d'incitation qui permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires, entraînant ainsi une coopération supérieure entre salariés et dirigeants et par conséquent, une baisse de leurs conflits. Alors que, à un niveau significatif (un pourcentage de droits de vote égal ou supérieur à 3%), nous pouvons suggérer que le dirigeant serait motivé d'instrumentaliser l'actionnariat salarié à des fins d'enracinement, ce qui peut expliquer l'influence négative de cet actionnariat sur la création de valeur actionnariale.

Cette hypothèse d'enracinement est en phase avec la conclusion de Gharbi et Lepers (2008) selon laquelle un actionnariat salarié significatif (au-delà de 5%) favorise l'enracinement des dirigeants. De surcroît, cette hypothèse d'enracinement est confirmée par le point de vue des dirigeants eux-mêmes qui admettent que l'actionnariat salarié est un moyen efficace pour la création d'un noyau dur d'actionnaires stables qui peut s'avérer très utile pour échapper à la discipline externe des prises de contrôle hostiles (Trébucq, 2002).

⇒ La seconde conclusion que nous avons pu tirer, est que la forme de détention des actions par les salariés influence, *a priori*, la nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».

L'absence d'effet positif dans le cadre d'une détention indirecte (FORMAS = 2) peut être expliquée par la collusion qui peut exister entre les dirigeants et les gestionnaires du FCPE. En effet, les dirigeants dans ce cas, peuvent inciter les mandataires représentant les fonds, « à soutenir les projets qu'ils présentent et à voter dans le sens de leurs intérêts, notamment dans le cadre d'une stratégie d'enracinement » (Desbrières, 2002). Alors que, l'effet positif qui apparaît dans le cadre d'une détention multiforme (FORMAS = 3) est probablement dû à l'indépendance de la gestion des droits de vote détenus sous forme d'actions au nominatif.

Dans ce cadre, nous avons suggéré que la détention nominative des actions serait à même de gêner la gestion par la direction générale des actions détenues sous forme d'un fonds commun de placement, pour privilégier les intérêts du manager. Une détention nominative des actions devrait-elle accorder une liberté plus grande aux actionnaires salariés, afin de gérer leurs propres intérêts indépendamment de la direction générale.

*** Nature du lien entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale » (H_2 ; H_3 ; $H_{2,1}$; $H_{3,1}$; $H_{2,2}$ et $H_{3,2}$)**

Nous intéressant d'abord à la vérification empirique des hypothèses (H_2 , $H_{2,1}$ et $H_{2,2}$), les résultats dégagés ont montré dans leur ensemble, un effet positif prononcé de l'actionnariat salarié sur la valeur ajoutée, indicateur de la création de valeur partenariale ; et ce quels que soient la forme de détention des actions, le pourcentage du capital détenu par les salariés et le pourcentage des droits de vote qui leurs reviennent.

Ce résultat suggère que l'actionnariat salarié permet de réduire les coûts d'agence et favorise l'émergence d'une coalition coopérative au sein de l'organisation. En effet, ce mécanisme d'incitation encourage les salariés à contrôler aussi bien leurs efforts que ceux des autres salariés. En d'autres termes, l'actionnariat salarié crée une culture de responsabilité collective et une relation de travail positive qui implique la création d'une perception d'intérêts communs et de buts partagés (Lawler, 1977). Long (1980) a signalé aussi de sa part, que l'actionnariat salarié procure un sentiment d'avoir des buts communs et partagés et un sentiment d'appartenance (ou de solidarité) et de loyauté. De façon non formelle, ceci favorise l'instauration d'un régime de confiance au sein de l'organisation (Poulain-Rehm, 2006). L'actionnariat salarié serait susceptible donc d'être à l'origine d'un plus grand engagement de leur part, d'un fléchissement de l'absentéisme et de la rotation du personnel, d'un plus grand dévouement à long terme, de plus gros investissements dans le capital humain de l'entreprise et d'une réduction des conflits au sein de l'organisation. Desbrières (2002) ajoute dans ce cadre, que « La pratique de l'actionnariat apparaît être un facteur-clé d'intégration des salariés dans l'organisation et d'accroissement des performances individuelles et collectives ».

Étant donné que la problématique de la valeur partenariale soulève inmanquablement celle des destinataires et, par conséquent, de sa répartition, nous avons testé dans ce sens, l'impact de l'actionnariat salarié sur la « part de la valeur créée allouée aux salariés » (H_3 ; $H_{3,1}$ et $H_{3,2}$).

Une vue d'ensemble de ces résultats montre un effet positif de l'actionnariat salarié sur la part de la valeur créée allouée aux salariés, et ce uniquement pour un actionnariat salarié significatif. Au dessous du taux de 3%, le pourcentage du capital et le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés ne montrent aucune influence significative. De plus,

l'actionnariat salarié (en termes de pourcentage des droits de vote) présente un effet positif, quelle que soit la forme de détention des actions par les salariés. Il semble alors, que la forme de détention des actions (indirecte ou multiforme) n'influence pas la nature du lien entre l'actionnariat salarié et la part de la valeur créée qui leurs reviennent.

Compte tenu de ces résultats, nous avons suggéré qu'une participation significative des salariés au capital de leur entreprise (au-delà de 3%), leur permet de défendre et protéger les intérêts des salariés. En effet, un actionnariat salarié significatif favorise la répartition et la redistribution de la valeur créée à leur profit. Il semble jouer ainsi, un rôle important pour la métamorphose des jeux de pouvoir internes à l'entreprise.

La combinaison de l'ensemble de ces résultats et constatations dans le cadre de ce premier point, nous laisse penser que :

- À faible niveau (inférieur à 3%), l'actionnariat salarié est considéré comme un mécanisme de motivation et d'incitation qui permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires, entraînant ainsi une coopération supérieure entre salariés et dirigeants.
- Alors que, à un niveau significatif, l'actionnariat salarié, bien qu'il constitue toujours un mécanisme de motivation et d'incitation et favorise l'émergence d'une coalition coopérative au sein de l'organisation, serait instrumentalisé à des fins d'enracinement managérial. *A priori*, les salariés actionnaires pourraient en contre partie de leur soutien, défendre leurs intérêts en tant que « salariés ».

L'objet « actionnariat salarié » apparaît donc, complexe à saisir et à étudier. Afin de dégager avec le plus de précision possible les contours de l'actionnariat salarié et les variables entrant en ligne de compte, nous avons testé l'effet, *a priori*, modérateur de certaines variables.

**** Actionnariat salarié et création de valeur : modération à travers les mécanismes de contrôle (H_{4-a/b/c} ; H_{5-a/b/c} ; H_{6-a/b/c} et H_{7-a/b/c})**

Dans le cadre de l'étude de la modération, nous avons intégré l'influence de certains mécanismes de contrôle, à savoir la concentration du capital, la propriété institutionnelle, la

propriété managériale et la participation de salariés actionnaires au conseil. À l'issue de l'analyse explicative, nous avons noté que :

- La concentration du capital semble avoir un effet de modération positif sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » dans la mesure où au-delà du seuil stratégique légal de 33%, l'actionnariat salarié se transforme en un mécanisme de contrôle des dirigeants. Cela nous laisse penser qu'en présence d'un ensemble de *blockholders* influant, les salariés actionnaires acquièrent la capacité de contrôler à leur tour le dirigeant en se ralliant à une coalition externe. La concentration du capital modère positivement aussi, la relation entre l'« actionnariat salarié » et la « part de la valeur créée allouée aux salariés » et ce, pour un pourcentage total du capital détenu par les *blockholders* dépassant 33%. Donc, se transformant en un mécanisme de contrôle des dirigeants, l'actionnariat salarié permettrait aux salariés actionnaires de protéger et défendre leurs intérêts en tant que « salariés ».
- La propriété institutionnelle semble n'avoir aucune influence modératrice sur la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ». Pareillement, aucun effet de modération n'a été constaté sur la relation entre « actionnariat salarié » et « la valeur créée allouée aux salariés » ; alors que l'hypothèse stipulant une influence modératrice de la propriété institutionnelle sur la relation actionnariat salarié – création de valeur actionnariale est partiellement validée. Ces résultats mériteraient une étude portant sur le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels pour confirmation.
- La propriété managériale, si elle dépasse le seuil stratégique légal de 33%, modère négativement la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale. Ce résultat soutient l'hypothèse d'enracinement des dirigeants et l'affiliation des employés aux dirigeants contre les intérêts des actionnaires. Aussi, une détention significative du capital (plus de 33%) par le dirigeant, semble modérer positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Nous pouvons suggérer à ce niveau, que les salariés actionnaires n'accepteraient d'adhérer à la coalition interne et soutenir l'enracinement du dirigeant que s'ils estiment être en mesure de défendre et protéger leurs intérêts en tant que « salariés », d'autant plus qu'ils ont sacrifié leurs intérêts en tant qu'« actionnaires ».

- Finalement, la participation de salariés actionnaires au conseil modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » ; alors qu'elle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ». Il semble alors que cette variable favorise le fait que l'actionnariat salarié soit instrumentalisé à des fins d'enracinement tout en préservant les intérêts des salariés au sein de l'entreprise.

Ces résultats de la modération nous renvoient à l'idée de Cyert et March (1963) selon laquelle, l'organisation est une coalition interactive de différents groupes d'individus aux objectifs et aux préférences conflictuels. Aussi, nous nous référons à Mintzberg (1986) qui analyse la structure et les jeux de pouvoir à l'intérieur et à l'entour des organisations et qui distingue la coalition interne de la coalition externe. En effet, nos résultats s'expliquent dans une large mesure par la position particulière et spécifique du salarié actionnaire dans son entreprise : en tant que salarié, il appartient à la coalition interne, mais en tant que propriétaire de celle-ci, il relève de la coalition externe. Avec cette position bien particulière, deux visions opposées sont envisagées :

- Dans la mesure où la coalition interne dépend notamment des jeux de pouvoir entre les acteurs internes, les salariés actionnaires pourraient choisir d'adhérer à cette coalition aux dépens des intérêts de la coalition externe (essentiellement, les actionnaires externes) s'ils estimaient leurs objectifs privilégiés. Le dirigeant peut ainsi privilégier une relation gouvernée par la confiance et avantager les salariés actionnaires en adoptant une stratégie de coopération afin de renforcer leur appartenance interne. Il gagnerait alors le soutien d'une partie des « propriétaires », ce qui peut lui permettre d'asseoir son pouvoir d'influence.
- Cependant, en cas d'insatisfaction des salariés actionnaires et de conflits de pouvoir entre eux et leur dirigeant, ces premiers vont chercher à se rallier à des détenteurs de pouvoir d'influence externes et renforcer ainsi la coalition externe. Cette situation ne peut que renforcer l'efficacité du gouvernement d'entreprise en permettant un meilleur contrôle de l'action des dirigeants.

Conclusion de la seconde partie

La première partie de ce travail doctoral a été l'occasion d'élaborer un cadre conceptuel permettant l'étude de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur dans le cadre de la double approche, actionnariale et partenariale, de la gouvernance des entreprises. À l'issue de cette première partie, nous avons formulé un ensemble d'hypothèses cherchant à démêler la relation étudiée ainsi que ses caractéristiques. Cette seconde partie a été l'occasion de mettre en œuvre le cadre conceptuel mobilisé.

L'objectif de cette partie était double : présenter la méthodologie de recherche à adopter et exposer les résultats de l'analyse explicative.

* Au niveau du premier chapitre de cette seconde partie (chapitre IV), nous avons d'abord présenté et justifié les choix méthodologiques de notre étude. Ensuite, nous avons défini et opérationnalisé l'ensemble des variables de notre modèle de recherche. Puis, nous avons présenté la démarche statistique à adopter pour mettre en épreuve empirique l'ensemble des hypothèses. Une description de l'échantillon retenu est venue clôturer ce premier chapitre.

* Le deuxième chapitre (chapitre V) s'est proposé d'exposer les résultats des tests empiriques du modèle de recherche. Ces résultats nous ont permis de les comparer avec ceux issus de la littérature empirique afin d'évaluer leur contribution relativement à la littérature portant sur notre question de recherche. Parmi les principaux résultats dégagés :

- La relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » est, *a priori*, curvilinéaire prenant la forme de U-inversé ; alors que l'actionnariat salarié présente un effet positif bien prononcé sur la valeur ajoutée, indicateur de la création de valeur partenariale.
- Un effet positif de l'actionnariat salarié est constaté sur la part de la valeur créée allouée aux salariés, et ce uniquement pour un actionnariat salarié significatif (dont le taux dépasse 3%).

Quant à l'effet de modération, les principaux résultats se résument comme suit :

- Au-delà du seuil stratégique légal de 33%, la concentration du capital semble avoir un effet de modération positif sur la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale et la relation actionnariat salarié - part de la valeur créée allouée aux salariés.
- La propriété managériale, si elle dépasse le seuil stratégique légal de 33%, semble modérer négativement la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale et positivement la relation actionnariat salarié - part de la valeur créée allouée aux salariés.
- La participation de salariés actionnaires au conseil modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » ; alors qu'elle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».

Cette partie empirique, à travers essentiellement le chapitre des résultats (chapitre V), constitue un aboutissement face à nos questions de recherche.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Tout au long de ce travail doctoral, nous avons été conduits par la volonté de démêler la nature de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur », dans le cadre de la gouvernance actionnariale et partenariale. Cette thèse constitue l'aboutissement d'un long processus alimenté par de nombreuses réflexions et interrogations.

En guise de conclusion, nous envisageons présenter dans un premier temps les contributions théoriques et managériales de notre travail de recherche. À notre connaissance, aucune recherche doctorale antérieure n'a étudié le rôle de l'actionnariat salarié dans le cadre de la double approche actionnariale et partenariale de la gouvernance d'entreprise ; notamment son rôle sur la création de valeur. Malgré ses apports, notre travail souffre de certaines limites. Nous présenterons alors dans un second temps, les limites de notre travail et les voies de recherche futures.

Les contributions théoriques et managériales

L'intérêt porté à ce sujet a été motivé par au moins, deux constats essentiels. Le premier est illustré par la controverse théorique et empirique quant à l'influence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale ; alors que le second est issu du champ d'investigation très peu exploité quant à l'impact de ce même mécanisme sur la création de valeur partenariale. Les réflexions suscitées par ces deux constats nous ont conduits à énoncer la problématique suivante :

« <i>Quelle est la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur ?</i> »

Dans le prolongement de cette problématique, nous avons proposé l'ensemble de ces questions suivantes :

- Dans quelle(s) mesure(s) l'actionnariat salarié est une source de création de valeur actionnariale ?
- Dans le cadre de l'approche partenariale, l'actionnariat salarié est-t-il un facteur de création et/ou de répartition et redistribution de la valeur ?
- Quelles sont les variables qui influent ces relations ? et comment ?

Les contributions théoriques apparaissent notamment à travers les réponses apportées à ces questions.

Le premier apport de cette thèse réside dans le modèle de recherche théorique proposé. Ce modèle présente une première contribution, dans la mesure où il met en présence l'actionnariat salarié et la création de valeur partenariale. Une seconde contribution de notre modèle de recherche consiste en l'intégration de l'effet de modération de certains mécanismes de contrôle dont notamment, la concentration du capital, la propriété managériale et la propriété institutionnelle.

À partir des hypothèses théoriques formulées et à travers les données empiriques collectées, notre analyse explicative a permis d'avancer plusieurs résultats importants. Ces résultats constituent en outre, des apports de notre étude :

Le deuxième apport est associé à la mise en évidence de la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et la création de valeur actionnariale et partenariale. Ainsi, le test empirique du modèle de recherche a-t-il été l'occasion de montrer que l'actionnariat salarié favorise la création de valeur sous un angle à la fois actionnarial et partenarial.

Le troisième apport découle du précédent puisqu'il est en rapport avec la mise en évidence d'un effet de seuil dans la relation étudiée. En effet, nous avons observé, à travers une analyse empirique approfondie que la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » est curvilinéaire prenant la forme de U-inversé : elle est positive pour des niveaux faibles d'actionnariat salarié et négative si le pourcentage de droits de vote revenant aux salariés dépasse 3%. Aussi, nous avons constaté un effet positif de l'« actionnariat salarié » sur la « part de la valeur créée allouée aux salariés », et ce uniquement pour un actionnariat salarié significatif. Au dessous du taux de 3%, le pourcentage du capital et le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés ne montrent aucune influence significative.

Le quatrième apport résulte de l'étude de l'influence de la forme de détention des actions par les salariés sur la nature de la relation étudiée. En effet, la relation actionnariat salarié – création de valeur actionnariale est positive dans le cadre d'une détention multiforme ; alors que nous avons noté l'absence de relation en cas d'une détention indirecte.

Quant à la relation actionnariat salarié - création de valeur partenariale, aucune influence n'a été constatée. Précisons toutefois, que ces résultats ne sont pas généralisables au cas où la détention est sous une forme exclusivement nominative, dans la mesure où aucune régression n'a pu être réalisée pour ce cas précis. Nous ne pouvons prétendre alors, à une généralisation de ces résultats à toutes les formes de détention d'actions par les salariés.

Le cinquième apport de notre travail de recherche réside dans l'étude de l'influence de certains mécanismes de contrôle sur la relation étudiée. Dans ce cadre, nous avons dégagé les résultats suivants :

- Au-delà du seuil stratégique légal de 33%, la concentration du capital semble avoir un effet de modération positif sur la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale et la relation actionnariat salarié - part de la valeur créée allouée aux salariés.
- La propriété managériale, si elle dépasse le seuil stratégique légal de 33%, semble modérer négativement la relation actionnariat salarié - création de valeur actionnariale et positivement la relation actionnariat salarié - part de la valeur créée allouée aux salariés.
- La participation de salariés actionnaires au conseil modère négativement la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale » ; alors qu'elle modère positivement la relation entre « actionnariat salarié » et « part de la valeur créée allouée aux salariés ».

Parallèlement aux apports théoriques, notre travail de recherche comporte **un intérêt managérial**. En effet, dans la mesure où la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur » dépend notamment de la forme de détention des actions et surtout du seuil de détention, les résultats de cette étude représentent à notre sens, une preuve quant à l'utilité de mieux encadrer les conditions de gestion des titres des salariés actionnaires.

En dépit des apports cités ci-dessus, notre recherche n'est pas toutefois exempte de limites.

Les limites de la recherche

Les limites de notre travail de recherche sont à notre sens, incarnées essentiellement dans l'opérationnalisation de certaines variables incluses dans notre modèle de recherche. Dans ce cadre, nous signalons en premier lieu la mesure de la création de valeur partenariale qui reste jusqu'à nos jours un *puzzle* à résoudre et donc, une piste de recherche nécessitant encore beaucoup de réflexions. Pour notre étude empirique, nous avons retenu à la manière de Poulain-Rehm (2006), la « valeur ajoutée » au sens comptable du terme comme mesure de cette variable. Quoique sa perfection soit entachée, puisqu'elle n'inclut pas les coûts d'opportunité supportés par les différents *stakeholders*, cette mesure a pu s'imposer en l'absence de mesures alternatives.

Quant à notre variable d'intérêt, « actionnariat salarié », un autre attribut qui ne manque pas d'importance aurait dû s'ajouter dans notre étude empirique, à savoir « la distribution de l'actionnariat salarié » (i.e. le pourcentage de salariés qui sont actionnaires de leur entreprise). Faute de disponibilité de cette donnée chez la majorité des entreprises, nous n'avons pas été en mesure de l'inclure dans notre modèle. Une seconde limite touchant notre variable d'intérêt, réside dans le fait que la forme de détention des actions par les salariés est inconnue pour presque le tiers des entreprises disposant de l'actionnariat salarié, ce qui nous a amené à opérer des comparaisons entre des sous-échantillons relativement de faible taille.

Nous intéressant aux variables modératrices, nous signalons que les variables, « Propriété institutionnelle » et « Participation de salariés actionnaires au conseil », ont été appréhendées seulement par une variable binaire. La robustesse des résultats exige, à notre sens, une mesure continue plus riche sur le plan informationnel et empirique (le pourcentage du capital ou le pourcentage des droits de vote détenu les investisseurs institutionnels et le nombre d'actionnaires salariés présents au conseil). Aussi, pour la variable « présence de salariés actionnaires au conseil », fallait-il distinguer l'administrateur actionnaire salarié représentant uniquement les actionnaires salariés de l'administrateur actionnaire salarié syndicaliste. En effet, n'étant pas un représentant officiel d'un syndicat, ses décisions et sa surveillance ne devraient pas être "bruitées" par des considérations de négociation collective (Desbrières, 2002). Dans le cadre de notre étude, nous n'avons pas opéré à cette distinction qui pourrait avoir une contribution à nos résultats, vu la non disponibilité de cette information pour la quasi-totalité des entreprises.

Egalement, nous trouvons parmi les variables de contrôle retenues, la « Participation de l'Etat au capital » qui aurait dû prendre une mesure continue (pourcentage des droits de vote ou pourcentage du capital) en lieu et place d'une mesure binaire (Absence/Présence).

Toujours dans le cadre des variables de contrôle retenues, nous signalons que concernant la variable « Structure de gouvernement », nous aurions dû prévoir au travers de variables muettes, la possible existence de comités d'audit, de rémunération, d'éthique...

Finalement, nous signalons une limite qui touche nos tests statistiques. En effet, dans le cadre de notre étude empirique, nous nous sommes contenté seulement du test de la muticolinéarité bivariée. La vérification de la multicollinéarité multivariée (la Tolérance de la variable, le Facteur d'Inflation « VIF », la Valeur propre et l'Indice de conditionnement) a été négligée vu le nombre très important des régressions dans notre étude et la multitude des étapes composant cette technique d'analyse.

Les voies de recherche futures

Certaines de ces limites citées ci-avant peuvent nous renvoyer à des voies de recherche futures. En effet, notre recherche peut être complétée par l'intégration de la variable « distribution de l'actionnariat salarié » prenant comme mesure la proportion des salariés qui détiennent des actions. Aussi, il serait judicieux d'intégrer l'effet « temps » de l'actionnariat salarié dans notre modèle de recherche. En effet, la durée de présence de salariés actionnaires dans l'entreprise, tout comme la distribution de l'actionnariat salarié, peut avoir une influence modératrice sur la relation actionnariat salarié - création de valeur.

Comme la mesure de la création de valeur partenariale demeure toujours une piste de recherche intéressante, nous nous attendons dans le futur proche à l'apparition de nouvelles réflexions plus novatrices en la matière. L'étude de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale » serait alors reprise en mettant en œuvre de nouvelle(s) mesure(s) de la création de valeur partenariale. En outre, comme notre échantillon est construit uniquement à partir d'entreprises cotées (qui par définition, ne sont pas représentatives de l'ensemble de la population des entreprises françaises), nous proposons de

reprendre l'étude de la relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale » dans le cadre d'un échantillon plus large et plus représentatif de l'ensemble des entreprises françaises.

Finalement, nous signalons que cette étude pourrait être transposée en d'autres contextes, là où l'actionnariat salarié se trouve bien développé. Malheureusement, la Tunisie demeure encore au premier pas en matière de l'actionnariat salarié : à notre connaissance ²⁴⁹, uniquement trois entreprises tunisiennes disposent actuellement de l'actionnariat salarié, dont une seule est cotée à la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT). Cette réticence des entreprises tunisiennes quant à l'instauration de l'actionnariat salarié mérite des recherches futures pour en expliquer les facteurs ; surtout que le cadre juridique tunisien favorise la mise en place de l'actionnariat salarié et ce, de point de vue entreprise et salarié.

De ce fait, et vu que la Tunisie constitue un terrain encore vierge à l'égard de la recherche portant sur l'actionnariat salarié, nous déclarons que c'est au contexte tunisien que nous entendons consacrer nos prochaines années de recherche en la matière.

²⁴⁹ D'après un responsable au Conseil du Marché Financier en Tunisie.

BIBLIOGRAPHIE

Bibliographie

A

- Abdelkefi M.** (2006), Déterminants de la Réaction du Marché Français à l'Annonce d'une Emission d'Actions Réservées aux Salariés, Papier de recherche.
- Agrawal A. et Knoeber C.R.** (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n°3, septembre 1996, pp. 377-397.
- Agrawal A. et Mandelker G.N.** (1992), Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance, *Managerial and Decision Economics*, vol. 13, n°1, pp. 15-22.
- Albarello L., Bourgeois E., et Guyot J.L.** (2007), *Statistique descriptive : Un outil pour les praticiens-chercheurs*, 2^{ème} édition, De Boeck.
- Albert M.** (1991), Capitalisme contre capitalisme, *Edition du seuil*.
- Albouy M.** (1999), Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur, *Revue Française de Gestion* N° 122.
- Alchian A. et Demsetz H.** (1972), Production, informations costs and economic organization, *American Economic Review*, vol.62, n°5, pp. 777-795.
- Alexandre H. et Paquerot M.** (2000), Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants, *Finance Contrôle Stratégie*, vol 3, n°2, Juin, pp. 5-29.
- Allard-Poesi F. et Marchéal C.G.** (2003), Construction de l'objet de la recherche, *In Méthodes de Recherche en Management*, (2^{ème} éd.), Coord. Thiétart, pp.34-56.
- Amann B. et Couret A.** (1992), Les relations actionnaires-dirigeants selon les types d'organisation, *Revue Française de Gestion*, janvier-février, pp. 93-102.
- Amihud Y. et Lev B.** (1981), Risk reduction as managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics*, vol 12, pp 605-617.
- Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J.M. et Lemmon M.L.** (2000), Corporate governance and firm diversification, *Financial Management*, vol.29, n°1, Juin, pp. 5-22.
- Aoki M.** (1984), The Cooperative Game Theory of the Firm, *Oxford University Press*.
- Arcimoles (d') C.H.** (1995), Diagnostic financier et gestion des ressources humaines, *Paris, Economica*.

- Arcimoles (d') C.H. et Trébucq S.** (2003), Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises, *Revue de gestion des ressources humaines*, n°48, avril-mai-juin, pp. 2-15.
- Artus, P., Legendre F. et Morin P.** (1991), Le partage du profit incite-t-il à travailler plus ?, *Économie et Prévision* 87.
- Aubert N.** (2007), Les déterminants des investissements des salariés dans les fonds communs de placement d'entreprise d'actionnariat salarié, *Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion*, Université Paul Cezanne, Aix Marseille III.
- Autenne A.** (2000), L'actionnariat des salariés, une perspective critique, *Revue Internationale de Droit Economique*, vol.3, pp. 471-498.
- Autenne A.** (2000), L'actionnariat des salariés en Belgique : une perspective critique, *Les carnets du Centre de Philosophie du Droit*, n°85, Université Catholique de Louvain.
- Autenne A.** (2005), Quelle gouvernance des plans d'actionnariat salarié ?, *Annales de Droit de l'Université Catholique de Louvain*, pp. 1-19.

B

- Balley P.** (2003), Actionnaires, *Encyclopédie Universalis en ligne*.
- Barclay P.G. et Holderness C.G.** (1989), Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, vol.25.
- Barney J.B. et Hansen M.H.** (1995), Trustworthiness as a Source of Competitive Advantage, *Strategic Management Journal*, vol.15, pp. 175-190.
- Baron R.M. et Kenny D.A.** (1986), The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic and statistical considerations, *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.51, n°6, pp.1173-1182.
- Bartkus B.** (1997), Employee ownership as catalyst of organizational change, *Journal of Organizational Change Management*, vol.10, n°4, pp. 331-344.
- Baumard P. et Ibert J.** (2003), Quelles approches avec quelles données?, *In Méthodes de Recherche en Management*, Coord. Thiétart, pp.82-103.
- Beatty A.** (1995), The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans, *Journal of Financial Economics*, vol.38.
- Ben-Ner A. et Jones D.C.** (1995), Employee participation, ownership, and productivity: a theoretical framework, *Industrial Relations*, vol.34, pp.532-554.
- Berle A. et Means G.** (1932), The Modern Corporation and Private Property, *Macmillan*.
- Bhide A.** (1993), The hidden costs of stock market liquidity, *Journal of Financial Economics*, vol.34.

- Black A., Wright P. et Bachman J.** (1997), Search of Shareholder Value, *Financial Time management-PWC*.
- Blair M.M.** (1995), Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century, *The Brookings Institution*, Washington, DC.
- Blair M.M.** (1996), Wealth Creation and Wealth Sharing, *Brookings Institution*.
- Blair M.M.** (1997), Firm specific human capital and the theory of the Firm, *Working paper, Brookings Institution*.
- Blair M.M. et Kochan T.A.** (éd.) (2000), The New Relationship : Human Capital in the American Corporation, DC : *Brookings Institution Press*.
- Blair, M.M., et Roe M.J.** (1999), Employees and corporate governance, *The Brookings Institution Press*, Washington, DC.
- Blasi J. R.** (1988), Employee Ownership: Revolution or Ripoff ?, *Ballinger Publishing Company*.
- Blasi J.R., Conte M. et Kruse D.** (1996), Employee Stock Ownership and Corporate Performance among Public Companies, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 50, Issue 1.
- Bloom S.** (1986), Employee Ownership and Firm Performance, Cambridge: Mass, *Harvard University Press*.
- Borstadt L. et Zwirlein T.** (1995), ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance, *Journal of Financial and Strategic Decision Making*, Vol. 8, n°1, pp 1-13.
- Bowie N.E.** (1988), Equal Opportunity, Boulder et London: Westview Press.
- Bradach J. et Eccles R.** (1989), Price, Authority, and Trust: From Ideal Types to Plural Forms, *Annual Review of Sociology*, 15, pp. 97-118.
- Bradley W. B. et Wallace N. D.** (2009), Reexamining the managerial ownership effect on firm value, *Journal of Corporate Finance*, Volume 15, Issue 5, pp 573-586
- Brailsford T.J., Olivier B.R. et Pua S.L.** (2002), On the relation between ownership structure and capital structure, *Accounting and Finance*, vol.42, pp.1-26.
- Brancato C.** (1997), Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value, Chicago, Irwin professional publishers.
- Brandenburger A.M. et Stuart H.W.** (1996), Value-based business strategy, *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol.5, pp.5-24.
- Brauer M.** (2000), L'identification des processus médiateurs dans la recherche en psychologie, *L'année Psychologique*, vol.100, pp. 661-681.
- Brent K.** (2008), Employee ownership and participation effects on firm outcomes, City University of New York.

Brickley J.A., Lease R.C. et Smith C.W. (1988), Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.267-291.

Brown S. et Fakhfakh F. (1999), Absenteeism and employee sharing: an empirical analysis based on french panel data, 1981-1991, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.52, Issue 2.

Buchko A. A. (1992a), Employee Ownership, Attitudes and Turnover: an Empirical Assessment, *Human Relations*, Vol.45, No.7

Buchko A. A. (1992b), Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: a test of three theoretical perspectives, *Work and Occupation*, Vol. 19 No.1

Buchko A.A. (1993), The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: an Integrated Causal Model and Path Analysis, *Journal of Management Studies*, Vol. 30 Issue 4.

Bughin C. (2004), La gouvernance par la valeur partenariale est-elle performante ?, *Direction et Gestion*, N°210, pp. 89-104.

Bushee B.J. (2001), Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?, *Contemporary Accounting Research*, vol. 18, n° 2, pp. 207-246.

C

Caby J. et Hirigoyen G. (1998), Histoire de la valeur en finance d'entreprise, *Actes des XIVèmes journées nationales des IAE, Nantes, Tome I, Valeur, marché et organisation*, Presses académiques de l'Ouest.

Caby J. et Hirigoyen G. (2001), La Création de Valeur de l'Entreprise, 2^{ème} édition, Ed. Economica.

Caceres R.C. et Vanhamme J. (2003), Les processus modérateurs et médiateurs: distinction conceptuelle, aspects analytiques et illustrations, *Recherche et Application en Marketing*, vol.18, n°2.

Canella A. (1995), Executives and Shareholders: a Shift in the Relationship, *Human Resource Management*, spring, pp. 166-184.

Caramelli M. (2006), Une étude de l'actionnariat des salariés dans le contexte de l'entreprise multinationale: une approche attitudinale interculturelle, *Thèse de doctorat en sciences de gestion*, Université de Montpellier II.

Chang S. (1990), Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation, *Financial Management*, spring, pp. 48-58.

Chang S. et Mayers D. (1992), Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence from Employee Stock Ownership Plans, *Journal of Financial Economics*, 32, 103-131.

Chaplinsky S. et Niehaus G. (1994), The Role of ESOPs in Takeover Contests, *Journal of Finance*, vol. XLIX, n°4, September, pp. 1451-1470.

Charletty A. (1994), Les développements récents de la littérature, *Revue d'Economie Financière*.

- Charreaux G.** (1991), Structures de propriété, relation d'agence et performance financière, *Revue Economique*, n°3, mai, p. 521-552.
- Charreaux G.** (1997a), Vers une théorie du gouvernement des entreprises, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica pp 421-469.
- Charreaux G.** (1997b), Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica, pp 17-54.
- Charreaux G.** (1997c), Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica, pp 141-164.
- Charreaux G.** (1998), Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises, *Economies et Sociétés*, Série S.G., n°8-9, pp. 47-65.
- Charreaux G.** (1999), La théorie positive de l'agence : lecture et relectures, dans *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^{ème} siècle*, coord. G. Koenig, pp.61-142.
- Charreaux G.** (2000), Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance, *Working paper FARGO 001201*, Université de Bourgogne.
- Charreaux G.** (2002), Variation sur le thème 'à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise', *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 5, n°3, septembre, p. 5-68.
- Charreaux G. et Desbrières Ph.** (1998), Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n°2, juin, pp. 57-88.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P.** (1985), La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration, *Economies et Sociétés*, Sciences de Gestion, n°6.
- Charreire S. et Durieux F.** (2003), Explorer et Tester : deux voies pour la recherche, in *Méthodes de Recherche en Management*, Thietart R-A (ed), Dunod, Paris, pp.57-81.
- Cherif I.** (2002), Modes de financement et gouvernement d'entreprise : une lecture de l'évolution du capitalisme français, *Thèse de Doctorat en Sciences Economiques*, Université Lumière Lyon 2.
- Clarke T.** (1998), The stakeholder corporation: a business philosophy for the information age, *Long range Planning*, vol.31, n°2, pp. 182-194.
- Clarkson M.B.E.** (1995), A Stakeholder Framework for Analysing Corporate Social Performance, *Academy of Management Review*, vol. 20, n°1, pp. 92-117.
- Coles J.W., Mc Williams V.B. et Sen N.** (2001), An examination of the relationship of governance mechanisms to performance, *Journal of Management*, vol.27, n°2, pp. 23-50.
- Collat D.** (1988), In employee ownership and corporate performance: A comprehensive review of the evidence, *National Center for Employee Ownership* (<http://www.nceo.org>), 2002.
- Conte M. et Tannenbaum A.** (1978), Employee-Owned Companies: is Difference Measurable?, *Monthly Labor Review*, July, pp. 23-28.

Conte M.A. et Svejnar J. (1988), Productivity Effects of Worker Participation in Management, Profit-Sharing, Worker Ownership of Assets and Unionization in U.S. Firms, *International Journal of Industrial Organization*, pp.139-161.

Conte M.A., Blasi J., Kruse D. et Jampani R. (1996), Financial returns of public ESOP companies: investor effects vs. manager effects, *Financial Analysts Journal* 52, 51-61.

Cools K. et VanPaag I. (2000), The value relevance of a single- valued corporate target: an empirical analysis, *Working paper*, 2000, SSRN, id: 244788.

Copeland T., Koller T. et Murrin J. (1994), Valuation: Measuring and managing the value of companies, 2ème éd., *McKinsey and Company*, John Wiley and Sons, New York.

Cyert R.M et March J.G. (1963), A behavioural theory of the firm, *Prentice Hall, Englewood Cliffs*. (Traduction: Cyert et March (1970), *Processus de décision dans l'entreprise*, éd. Dunod, Paris.

D

D'Souza D. et Williams F. (2000), Appropriateness of the shareholder approach to measuring manufacturing performance, *Journal of Managerial Issues*, Vol.12, n°2.

Darpy D. (2003), Comment mettre en évidence un effet médiateur, dans *Market : Etudes et Recherches en Marketing*, Evrard Y., Pras B. et Roux E., Paris : Dunod.

Davidson W. et Worell D. (1994), A Comparison and Test of the Use of Accounting and Stock Market Data in Relating Corporate Social Responsibility and Financial Performance, *Akron Business and Economic Review*, vol. 21, pp. 7-19.

Dechow P. et Sloan R. (1991), Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation, *Journal of Accounting & Economics*, vol. 14, pp. 51-89.

Demsetz H. (1983), The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 375-390.

Denglos G. (2007), Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt "social" ?, *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, n°224-225, pp. 103-112.

Denis D. J., Denis D. K. et Sarin A. (1995), Performance changes following top management dismissals, *Journal of Finance*, vol.50.

Denis D. J., Denis D. K. et Sarin A. (1997), Ownership Structure and Top Executive Turnover, *Journal of Financial Economics*, vol. 45, p. 193-221.

Desbrières Ph. (1991), Participation financière, stock option et rachat d'entreprise par les salariés, *Ed. Economica*.

Desbrières Ph. (1997a), Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica.

Desbrières Ph. (1997b), La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica.

Desbrières Ph. (2002), Les Actionnaires – Salariés, *Revue Française de Gestion*, n°.141, novembre-décembre.

Dhillon U. et Ramirez G. (1994), Employee Stock Ownership and Corporate Control: An Empirical Study, *Journal of Banking and Finance*, vol.18, pp 9-26.

Dondi J. (1992), Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés, *Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion*, Université de Bordeaux I.

Dondi J. (1993), L'Actionnariat des Salariés dans les Entreprises Françaises: Résultats Empiriques, *IAE de Bordeaux, Travaux de Recherche n° I.9302*.

Doucouliafos C. (1995), Worker Participation and Productivity in Labor-Managed and Participatory Capitalist Firms: A Meta-Analysis, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 49, Issue 1.

E

Easterbrook F. (1984), Two agency cost explanations of dividends, *American Economic Review*, n°74.

Elyasiani E. et Jia J. (2010), Distribution of institutional ownership and corporate firm performance, *Journal of Banking & Finance*, Volume 34, Mars, pp. 606-620

Eng L.L. et Shackell M. (2001), The implications of long term performance plans and institutional ownership for firms' research and development (R&D) investments, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol.16, n°2, été, pp.117-139.

Evan W.M. et Freeman R.E. (1990), Corporate governance: A stakeholder interpretation, *Journal of Behavioral Economics*, n°19.

Evrard Y., Pras B. et Roux E. (2003), Market, études et recherches en marketing, *Dunod, Paris*.

F

Fakhfakh F. (2004), The Effect of Profit Sharing and Employee Share Ownership on Quits: Evidence from a French Panel Firms, *Employee Participation, Firm Performance and Survival*, Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor Managed Firms, vol.8, pp 129-147, Elsevier, USA.

Faleye O., Mehrotra V. et Morck R. (2006), When Labor Has a Voice in Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.41, n°3, pp 489-510.

- Fama E.** (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88, p. 288-307.
- Fama, E., et Jensen M. C.** (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics*, 26. 327-349.
- Férone G., Arcimoles (d') C.H., Bello P. et Sassenou N.** (2001), Le développement durable des enjeux stratégiques pour l'entreprise, *Editions d'organisation*.
- Fitzroy F.R., et Kraft K.** (1987), Cooperation, productivity, and profit sharing, *Quarterly Journal of Economics*, 102, 23.
- Floris B.** (1996), Communication d'entreprise et pouvoir managériale, *Sciences de la société*, n°39, octobre.
- Fornell C.** (1992), A national customer satisfaction barometer: The Swedish experience,
- Foss N.** (1996), Capabilities and the theory of the firm, *Revue d'Economie Industrielle*.
- Fox M. et Hamilton R.T.** (1994), Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory, *Journal of Management Studies*, pp. 69-81.
- Frank R.** (1993), The Strategic Role of the Emotions: Reconciling Over and Under-Socialized Accounts of Behavior, *Working Paper*, Cornell University Johnson Graduate School of Management, Ithaca, NY.
- Freeman R.E.** (1984), Strategic Management: A Stakeholder Approach, *Pitman-Ballinger*.
- French L.J.** (1987), Employee Perspectives on Stock Ownership: Financial Investment or Mechanism of Control?, *The Academy of Management Review*, Vol. 12, Issue 3.
- French L.J. and Rosenstein J.** (1984), Employee Ownership, Work Attitudes, and Power Relationships, *The Academy of Management Journal*, Vol. 27, Issue 4.
- Frohlich N., Godard J., Oppenheimer J. et Starker F.** (1998), Employee versus Conventionally-Owned and Controlled Firms: An Experimental Analysis, *Managerial and Decision Economics*, vol.19, n°4-5, pp 311-326.

G

- Galbraith J.K.** (1981), A look back: affirmation and error, *Journal of Economic Issues*.
- Gamble J.** (2000), Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration, *Journal of Business Venturing*, vol.15, pp 433-447.
- Gamble J.E., Culpepper R. and Blubauch M.** (2002), ESOPs and Employee Attitudes: The Importance of Empowerment and Financial Value, *Personnel Review*, Vol.31, No.1, pp.9-26
- Garvey G.T., et Swan P.L.** (1994), The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm, *Journal of Corporate Finance*, 1. 139-174.
- Gharbi H. et Lepers X.** (2008), Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants : un essai de compréhension, *Innovations*, n° 27, pp. 121-146.

Girod-Seville M. et Perret V. (2003), Fondements épistémologiques de la recherche, in *Méthodes de Recherche en Management*, Thietart R-A (ed), Dunod, Paris, pp.13-24.

Gordon L. et Pound J. (1990), ESOPs and Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 27, 525-555.

Greenberg E.S. (1980), Participation in industrial decision-making and worker satisfaction: the case of producer cooperatives, *Social Science Quarterly*, vol.60, pp.551-569.

Greenberg E.S. (1981), Industrial Self-Managing and Political Attitudes, *The American Political Science Review*, Vol.75, Issue 1, pp.29-42.

Griffith J.M., Fogelberg L. et Weeks H.S. (2002), CEO ownership, corporate control, and bank performance, *Journal of Economics and Finance*, Vol.26, N°2, été, pp.170-183.

Grossman S. et Hart O. (1980a), Disclosure laws and takeover bids, *Journal of Finance*, vol.35, n°2, pp.323-334.

Grossman S. et Hart O. (1986), The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy* 94, 691.

Guedri Z et Hollandts X. (2008b), Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise, *Revue française de gestion* 3/2008, n° 183, pp. 35-50.

Guedri Z. et Hollandts X. (2008a), Beyond dichotomy: The curvilinear impact of employee ownership on firm performance, *Corporate Governance: An international Review*, vol. 16, iss.5, pp. 460-474.

H

Hammer T.H. et Stern R.N. (1980), Employee Ownership: implications for the organisational distribution of power, *The Academy of Management Journal*, vol.23, n°1, mars, p.78-100.

Hansmann H. (1996), The ownership of enterprise, *Harvard University Press*: Cambridge, MA.

Hart O. (1995), Firms, contracts and financial structure, *Oxford*, Oxford University Press.

Hart O. et Moore J. (1990), Property rights and the nature of the firm, *Journal of Political Economy* 98, 1119.

Hill C. et Snell S. (1988), External Control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries, *Strategic Management Journal*, vol.9, n°6, pp. 577-589.

Hill C.W.L. et Jones T.M. (1992), Stakeholder-Agency Theory, *Journal of Management Studies*, n°2, 29, March, pp.131-154.

Hirigoyen G. (1997), Salariés-actionnaires : le capital sans le pouvoir ?, in *Pouvoir et gestion, Coll. Histoire, Gestion et Organisation*, n°5, Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse, Toulouse.

Hirigoyen G. et Pichard-Stamford J.P. (1998), La confiance, un outil de la finance organisationnelle : une synthèse de la littérature récente, *Economies et Sociétés, Séries S.G.*, n°8-9, pp. 219-234.

Hirschman A.O. (1980), Les passions et les intérêts, *Presses Universitaires de France*.

Hoffman G. et Saulquin J. Y. (2009), Quand la RSE revisite la chaîne de valeur, *Revue management et avenir*, N° 28, pp : 37-55.

Hu Y. et Zhou X. (2008), The performance effect of managerial ownership: Evidence from China, *Journal of Banking & Finance*, Volume 32, Issue 10, pp. 2099-2110

IFA (2006), Les administrateurs salariés: Un atout pour la gouvernance des entreprises, www.ifa-asso.com

I-J

Iqbal Z. et Hamid S. (2000), Stock price and operating performance of ESOP firms: A time-series analysis, *Quarterly Journal of Business and Economics*, summer, vol.33, n°9, pp. 25-47.

Jacquillat, B. et Levasseur M. (1984), Signaux, mandats et gestion financière: une synthèse de la littérature, *Finance* 5, pp. 7-83.

Jensen M.C. (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 831-880.

Jensen M.C. (2001), Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *European Financial Management*, vol. 7, n°3, September, pp. 297-317.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 10, pp. 305-360.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1979), Rights and Production Functions : an Application to Labor-Managed Firms and Codetermination, *Journal of Business*, 52, n°4, October, pp. 469-506.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1995), Specific and General Knowledge, and Organizational Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, n°2, pp. 4-18.

Jensen M.C. et Murphy K.J. (1990), Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy*, vol.98, n°2, pp. 225-264.

Jensen M.C. et Ruback R.S. (1983), The market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, vol.11, pp. 5-50.

Jones D. C. et Kato T. (1993), The Scope, Nature and Effects of Employee Stock Ownership Plans in Japan, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 46, Issue 2.

Jones D.C. et Kato T. (1995), The productivity effects of employee stock ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data, *American Economic Review*, vol. 85, pp.391-415.

Journal of Marketing, N°56, 1, 6-21.

K

- Kaplan S. et Norton P.** (1992), The balanced scorecard-measures that drivers performance, *Harvard Business School Press*.
- Kato T.** (2000), The recent transformation of participatory employment practices in Japan, *Working Paper*, 7965, NBER.
- Keasy K., Thompson S. et Wright M.** (1997), Introduction: the corporate governance problem – competing diagnoses and solutions, *Corporate governance: economic and financial issues*. Oxford University Press, Oxford.
- Keef S.P.** (1998), The casual association between employee share ownership and attitudes: a study based on the long framework, *British Journal of Industrial Relations*, Vol.36, Issue 1, pp.73-82.
- Kennedy P.E.** (1985), *A Guide to Econometrics*, Oxford, Basil Blackwell, second Edition
- Kensinger J.W. et Martin J.D.** (1988), The Quiet Restructuring, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.1 N°1, pp. 16- 25.
- Kervin J.B.** (1992), *Methods for business research*, New York: Harper Collins.
- Klein K.** (1987), Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models, *Journal of Applied Psychology*, Vol.72, pp.319-332
- Klein K. et Hall R.J.** (1988), Correlates of Employee Satisfaction with Stock Ownership: Who Likes an ESOP Most?, *Journal of Applied Psychology*, Vol.73, No.4, pp.630-638.
- Kruse D.** (1992), Profit Sharing and Productivity: Microeconomic Evidence from the United States, *The Economic Journal*, 102, January, pp.24-36.
- Kruse D.** (1993), Profit-Sharing: does it make a difference? : The productivity and stability effects of employee profit-sharing plans, *Upjohn Institute for Employment Research*.
- Kruse D. et Blasi J.** (1997), Employee ownership, employee attitudes, and firm performance, *A review of the evidence*, in Mitchell D. J. B., Lewin D. et Zaidi M. (eds), *Handbook of Human Resource Management*, Greenwich, JAI Press, pp. 113–151.
- Kruse D. et Blasi J.** (1999), http://www.nceo.org/library/esop_perf.html
- Kumbhakar S.C. et Dunbar A.E.** (1993), The elusive ESOP-productivity link, *Journal of Public Economics*, vol.52, n°2, septembre, pp. 273-283.
- Kuvaas B.** (2002), Employee ownership and affective organizational commitment: employees' perceptions of fairness and their preference for company shares over cash, *Scandinavian Journal of Management*.
- Kuvaas B.** (2003), Employee Ownership and effective Organizational Commitment: Employees' Perceptions of Fairness and their Preference for Company Shares over Cash, *Scandinavian Journal of Management*, Article In Press, Uncorrected Proof, Available online 6 January 2002.

L

- Laffont J.J. et Martimort D.** (1997), The Firm as a Multicontract Organization, *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 6, n°2, pp. 201-234.
- Lambin J.J.** (1994), La recherche marketing, *Paris*.
- Langtry B.** (1994), Stakeholders and the moral responsibilities of business, *Business Ethics Quarterly*, n°4, p.433.
- Larcker D. F.** (1983), The association between performance plan adoption and corporate capital investment , *Journal of Accounting and Economics*, n°5.
- Lawler E. E.** (1977), Reward system, in *Hackman J.R. et Suttle J.L. (Eds)*, Improving life at work: Behavioral science approaches to organizational change, Santa Monica, California; Goodyear Pub. Co.
- Livingston D. et Henry J.** (1980), The Effect of Employee Stock Ownership on Corporate Profits, *Journal of Risk and Insurance*, vol.47, n°3, pp 491-505.
- Locke E.A., Alavi M. et Wagner J.A.** (1997), Participation in decision making : an information exchange perspective, *Research in Personnel and Human Resources Management*, vol.15, pp.295-331.
- Long R. J.** (1978b), The Relative Effects of Share Ownership versus Control on Job Attitudes in an Employee-Owned Company, *Human Relations*, n°31, pp.753-763
- Long R. J.** (1980), Job Attitudes and Organizational Performance under Employee Ownership, *The Academy of Management Journal*, Vol.23, Issue 4.
- Long R. J.** (1981), The Effects of Formal Employee Participation in Ownership and Decision-Making on Perceived and Desired Patterns of Organizational Influence: A longitudinal Study, *Human Relations*, No.34, pp.847-876.
- Long R. J.** (1982), Worker ownership and job attitudes: a field study, *Industrial Relations*, vol.21, n°2, pp.196-215.
- Long R.J.** (1978a), The Effects of Employee Ownership on Organizational Identification, Job Attitudes and Organizational Performance: a Tentative Framework and Empirical Findings, *Human Relations*, No.31, pp.29-48
- Luckerhoff J. et Nguyễn-Duy V.** (2007), Constructivisme/positivisme : où en sommes-nous avec cette opposition?, *recherches qualitatives*, Hors Série, numéro 5, pp. 4-17.

M

- Marens R.S., Wicks A.C. et Huber V.L.** (1999), Cooperating with the disempowered, using ESOPs to forge a stakeholder relationship employee trust in workplace participation programs, *Business and Society*, vol.38, n°1, march, p.51-82.

- Marois B. et Bompont P.** (2004), Gouvernement d'entreprise et communication financière, *éd. Economica*.
- Marrakchi C.S.** (2000), Gestion de bénéfice et gouvernement d'entreprise : une étude empirique, *Thèse de doctorat*, Faculté des Sciences de l'Administration, Université LAVAL.
- Marsh, T.R. et McAllister D.E.** (1981), ESOP tables: a survey of companies with employee stock ownership plans, *Journal of Corporation Law*, vol. 6, pp 551-623.
- Matthew J., Grawitch, Gerald E., Ledford Jr., David W., Ballard et Barber L.** (2009), Leading the healthy workforce: the integral role of employee involvement, *Consulting Psychology Journal: Practice and Research*, Volume 61, Issue 2, pp. 122-135
- Mayer R.C., Davis J.H. et Schoorman F.D.** (1995), Un modèle d'intégration de la confiance organisationnelle, *Academy of Management Review*, 20(3).
- Mayrhofer U.** (2006), *Marketing*, 2^{ème} édition, Bréal, Collection dirigée par Raimbourg Ph.
- McConnel J.J. et Servaes C.** (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, vol.27, pp.595-612.
- Mehran H.** (1995), Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 38, pp. 163-184.
- Mehran H.** (1999), Unleashing the Ownership Dynamic-Creating Connections Through Engaged Ownership- *A Research Summary*, Lincolnshire, Hewitt Associates.
- Merino P. B.** (2009), Choix du mode de présence à l'étranger et management de la valeur partenariale, *Revue management et avenir 2009*, n° 28, pp. 216-229.
- Meyer J. et Allen N.** (1991), A Three-Component Conceptualization of Organizational Commitment, *Human Resource Management Review*, Vol.1, pp.61-89
- Meyer J. et Allen N.** (1997), *Commitment in the Workplace*, SAGE.
- Milgrom P. et Roberts J.** (1992), Economics, organization and management, *Prentice Hall International, Inc.*
- Mintzberg H.** (1986), Le pouvoir dans les organisations, *les éditions d'organisation*, Paris.
- Mitchell R.K., Agle B.R. et Wood D.J.** (1997), Toward a theory of stakeholder identification and salience : Defining the principle of who and what really counts, *Academy of Management Review*, vol 22, n° 4, p.859.
- Mitra S. et Cready W.M.** (2005), Institutional stock ownership, accrual management and information Environment, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 20, n° 3, pp. 257-286.
- Montmorillon (de) B. et Pitol-Belin J.P.** (1995), Organisation et gestion de l'entreprise, *éd. Litec*.
- Moore J.** (1991), The Firm as a Collection of Assets, *European Economic Review*, vol.36, N°2/3, pp.493-507.

Moore J. (1992), The Firm as a Collection of Assets, *European Economic Review*, vol.36, n°2-3, pp 493-507.

Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol 20, n°1, pp.293-316.

Mothe-Gautrat M. (1986), Pour une nouvelle culture d'entreprise, *éd. La découverte*.

Mottis N. et Ponssard J. P. (2009), Création de valeur, 10 ans après..., *Revue Française de Gestion*, n° 198-199, pp. 209-226.

Mtanios R. et Paquerot M. (1999), Structure de la propriété et sous performance des firmes: une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché, *Finance Contrôle Stratégie*, vol.2, n°4, décembre, pp.157-179.

Nelson R.R. (1991), Why do firms differ, and how does it matter?, *Strategic Management Journal*, vol.12.

Nelson R.R. et Winter S.G. (1982), An evolutionary theory of economic change, *Harvard University Press*.

Neveu V. (2000), Les effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes des salariés, implication organisationnelle et influence perçue, *Les cahiers du CERGOR*, n°00/01, octobre, Université Paris 1, Panthéon Sorbonne.

N-O

O'Byrne S. (1995), Total compensation strategy, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.8, n°2, pp.77-86.

Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe (2001), Réalité de l'actionnariat salarié en 2000 dans les sociétés françaises cotées.

Orbell J., Dawes R., et Shwartz-Shea P. (1994), Trust, Social Categories, and Individuals: the Case of Gender, *Working Paper*, University of Oregon.

Oren-Füest et Sok-Hyon K. (2000), Corporate governance, expected operating performance and pricing, *Working paper*, SSRN.

P

Paquerot M. (1996), L'enracinement des dirigeants et ses effets, *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, n°111.

Paquerot M. (1997), Stratégie d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle, in *Le gouvernement des Entreprises* (éd G. Charreaux), Ed. Economica, p.105-138.

Park S. et Song M.H. (1995), Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance and Monitoring by Outside Blockholders, *Financial Management*, Vol.24, No.4, pp.52-65

- Paulus O. et Roth P.** (2001), Gouvernement d'entreprise et confiance: une comparaison internationale, *Revue d'Économie Financière*, n° 63, pp. 167-173.
- Pendleton A. Wilson N. et Wright M.** (1998), The Perception and Effects of Share Ownership: Empirical Evidence from Employee Buy-Outs, *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 36 Issue 1. , pp.99-123.
- Pendleton A., McDonald J., Robinson A. et Wilson N.** (1995), The Impact of Employee Share ownership Plans on Employee Participation and Industrial Democracy, *Human Resource Management Journal*, vol. 5, n° 4, p. 44-60.
- Perrotte D.** (2004), L'actionnariat salarié, levier de mobilisation, *Les Echos*, p.13.
- Pichard-Stamford J.P.** (2007), La contribution du réseau des administrateurs à la légitimation du dirigeant auprès de multiples catégories d'actionnaires, *Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion*, Université Montesquieu Bordeaux IV.
- Pierce J.L. et Rodgers L.** (2004), The Psychology of ownership and worker-owner productivity, *Group and Organization Management*, vol.29, n°5, pp.588-613.
- Pierce J.L., Rubenfeld S.A. et Morgan S.** (1991), Employee ownership: a conceptual model of process and effects, *Academy of Management Review*, vol.16, pp.121-144.
- Pierre J.** (1997), Le formel et l'informel dans les jeux de pouvoir, *Pouvoir et Gestion*, Collection Histoire-Gestion-Organisation n°5.
- Pochet C.** (1998), Le dirigeant et la création de valeur : les facteurs de contingence de la latitude managériale, *Marchés Financiers et Gouvernement, Actes des XIV Journées des I.A.E.*, Tome 2, Nantes, Presses Académiques de l'Ouest, pp.409-427.
- Poincelot E.** (1999), Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégageant du free cash-flow, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.2, n°1, mars, pp.73-89.
- Porter M.** (1984), Competitive advantage: Creating and sustaining a superior performance, *Free-Press*, New York.
- Poulain-Rehm T.** (2006), L'actionnariat salarié en France, un facteur de creation de valeur?, *Working paper*, Université Montesquieu-Bordeaux IV.
- Pound J.** (1988), Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics*, n°20, pp. 237-265.
- Pugh W.N., Oswald S.L. et Jahera J.S.** (1999), ESOPs, Takeover Protection, and Corporate Decision-Making, *Journal of Economics and Finance*, vol.23, n°2, pp170-185.
- Pugh W.N., Oswald S.L. et Jahera J.S.** (2000), The Effects of ESOP Adoptions on Corporate Performance: Are there Really Performance Changes?, *Managerial and Decision Economics*, 21, pp. 167-180.

Q-ℛ

- Quarrey M. et Rosen C.** (1986), Employee ownership and corporate performance, *National Center for Employee Ownership*, Oakland, CA).
- Quarrey M. et Rosen C.** (1987), How Well is Employee Ownership Working?, *Harvard Business Review*, September-October, pp. 126-128.
- Rappaport A.** (1986), Creating Shareholder Value: the New Standards of Business Performance, *Free-Press. Relations Today* 12. *Relations*, vol.18, pp.330-341.
- Rhodes S.R. et Steers R.M.** (1981), Conventional vs. Worker-Owned Organizations, *Human Relations*, Vol.34, No.12, pp.1013-1035.
- Riketta M.** (2002), Attitudinal Organizational Commitment and Job Performance: a Meta-Analysis, *Journal of Organizational Behavior*, n°23, pp.257-266.
- Ring P.S. et Van de Ven A.H.** (1994), Developmental processes of cooperative interorganizational relationships, *Academy of Management Review*, vol. 19, N°1, pp 90-118.
- Rosen C., Klein K.J. et Young K.M.** (1986), Employee Ownership in America, The Equity Solution, Lexington Books.
- Rosenstein S. et Wyatt J.** (1997), Inside Directors, Board Effectiveness and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* vol.44, pp 229-250.
- Rotondi T.** (1975), Organizational Identification and Group Involvement, *Academy of Management Journal*, vol. 18, pp. 892-897.
- Rottenberg S.** (1962), Property in work, *Industrial and Labor Relations Review*, 15, p. 402- 405.
- Rousseau D. et Shperling Z.** (2003), Pieces of the action: Ownership and the changing employment relationship, *Academy of Management Review*, vol.28, n°4, pp 553-570.
- Rousseau D. et Warnotte G.** (1994), La responsabilisation des cadres, face à la qualité totale : un construit social, *Gérer et comprendre*, Annales des Mines, décembre.
- Rousseau D., Sitkin S.B., Burt R.S. et CAMERER C.** (1998), Not so different after all: a cross-discipline view of trust, *Academy of Management Review*, vol.23, pp.393-404.
- Royer I. et Zarlowski Ph.** (1999), Le design de la recherche, in *Méthodes de Recherche en Management*, Thietart R-A (ed), Dunod, Paris, pp 139-168.
- Royer S., Waterhouse J., Brown K., et Festing M.** (2008), Employee voice and strategic competitive advantage in international modern public corporations—an economic perspective, *European Management Journal*, vol. 26, pp. 234– 246.
- Russell R., Hochner A. et Perry S.E.** (1979), Participation, influence, and worker-ownership, *Industrial*.

S

- Sagie A.** (1998), Employee absenteeism, organizational commitment and job satisfaction: Another look, *Journal of Vocational Behavior*, vol.52, pp. 156-171.
- Sauser W.I.** (2009), Sustaining Employee Owned Companies: Seven Recommendations, *Journal of Business Ethics*, n° 84, pp. 151–164
- Schweiger H.G. et Berger S.** (1979), Nucleocytoplasmic interrelationships in Acetabularia and some other Dasycladaceae, *Int. Rev. Cytol.* Vol. 9, pp.11-44.
- Sesil J.C., Kroumova D. et Blasi J.R** (2000), Broad-based employee stock options in the USA: Company performance and characteristics, *Academy of Management Best Papers Proceedings*.
- Sesil J.C., Kruse D.L. et Blasi J.R.** (2001), Sharing ownership via employee stock ownership, *Discussion Paper*, 2001/25, United Nations University, World Institute for Development Economics Research.
- Sharma S., Durand R.M. et Gur-Arie O.** (1981), Identification and Analysis of Moderator Variables, *Journal of Marketing Research*, 17, pp. 291-300.
- Shivdasani A.** (1993), Board composition, ownership structure, and hostile takeovers, *Journal of Accounting and Economics*, vol.16, pp 167-198.
- Shleifer A. et Vishny R.W.** (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, vol. 52.
- Shleifer A. et Vishny R.** (1989), Managerial entrenchment: the case of managerial specific investments, *Journal of Financial Economics*, vol.25, p. 123-139.
- Shleifer A. et Vishny R.W.** (1986), Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3).
- Shleifer A. et Vishny R.W.** (1996), [A Survey of Corporate Governance](#), *NBER Working Papers* 5554, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Simon H.A.** (1959), Theories of decision-making in economics and behavioral science, *American Economic Review*, vol.49.
- Simon H.A.** (1991), Organizations and Markets, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, N°2, pp. 25-44.
- Smith S.** (1991), On the Economic Rationale for Codetermination Law, *Journal of Economic Behavior and Organisation*, vol.16, pp. 261-281.
- Smith S.** (1996), Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, vol.51, pp. 227-252.
- Starik M.** (1994), Essay, the Toronto conference: Reflexions on stakeholders theory, *Business and Society*, n°33, p.90
- Stewart G.B.** (1991), The Quest for Value, *New-York : Harper Collins*.

Stiglitz J. et Edlin A. (1992), Discouraging rivals, managerial rent seeking and economic insufficiencies, *NBER working paper series*, n° 4145.

Stout L. A. (2007), Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford? UCLA School of Law, *Research Paper* n° 07-11.

St-Pierre J., Gagnon J.M. et Saint Pierre J. (1996), Concentration of voting rights and board resistance to takeover bids, *Journal of Corporate Finance*, vol.3, pp.25-54.

Stulz R. (1988), Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies, and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 20 (1988), 25-54.

Suchman M.C. (1995), Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches, *Academy of Management Review*, vol.20, N°3, pp.571-610.

Sundaramurthy C. (2000), Antitakeover provisions and shareholder value implications: a review and a contingency framework,, *Journal of Management*, vol.26, n°5, pp.1005-1030.

T

Tannenbaum A. (1983), Employee owned companies, in *L Cummings & B. Staw (Eds.)*, Research in organizational behavior , Vol. 5, pp. 235-265. Greenwich, CT: JAI Press.

Thevenet M. (1992), Impliquer les personnes dans l'entreprise, *Paris, Editions Liaisons*.

Thiétardt R.A. (1999), Validité et fiabilité de la recherche, in *Méthodes de Recherche en Management*, Thietart (ed), Dunod, Paris, pp.257-287.

Tiras S.L., Ruf B. et Brown R.M. (1989), The effects of implicit stakeholder claims on firm value, *Working paper*, Université de Delaware.

Trébucq S. (2002), L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF 250 : un outil de création de valeur ?, *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 5, n°4, pp. 107-135.

Trehitt L. (2000), Employee Buyouts and Employee Involvement: a Case Study Investigation of Employee Attitudes, *Industrial Relations Journal*, vol.31, n°5, pp. 437-453.

Tucker J., Nock S. et Toscano D. (1989), Employee ownership and perceptions of work: the effect of an employee stock ownership plan, *Work and Occupations*, vol.16, pp 26-42.

U.S. General Accounting Office (1986), Employee Stock Ownership Plans: Interim Report, *Washington, DC*.

U-V

Van Dyne L. et Pierce J. (2004), Psychological ownership and feelings of possession: three fields studies predicting employee attitudes and organizational citizenship behavior, *Journal of Organizational Behavior*, vol.25, pp 439-459.

Vandewalle D., Van Dine L. et Kostova T. (1995), Psychological Ownership: an Empirical examination of its Consequences, *Group and Organization Management*, Vol.20, Issue 2, pp. 210-226.

Vatteville E. (2008), La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ?, *Revue management et avenir*, n° 18, pp. 88-103.

Vaughan-Whitehead D. (1992), Intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise ?, *Paris : Economica*.

W - Z

Wagner I. et Rosen C. (1985), Employee ownership: Its effects on corporate performance, *Employment*

Wagner S., Parker C. et Christiansen N. (2003), Employees that think and act like owners: effects of employee ownership beliefs and behaviors on organizational effectiveness, *Personnel Psychology*, vol.56, n°4, pp 847-871.

Walsh J.P. et Seward J.K. (1990), On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms, *Academy of Management Review*, vol. 15, n°3, pp. 133-144.

Watts R., Warner J. et Wruck K. (1988), Stock prices, event prediction and event studies: an examination of top management restructurings, *Journal of Financial Economics*, vol. 20.

Weitzman M.L. et Kruse D.L. (1990), Profit sharing and productivity, In *Blinder A.S. (ed.) Paying for productivity: A look at the evidence*, The Brookings Institution Washington, DC.

Welbourne T. et Cyr L. (1999), Using ownership as an incentive, *Group and Organization Management*, vol.24, n°4, pp 438-460.

Whyte W. (1978), In support of voluntary employee ownership, *Society*, 15.

Williamson O.E. (1991), Economic institutions, spontaneous and intentional governance, *Journal of Law, Economics and Organisations*, vol. 7, pp. 159-187.

Williamson, O.E. (1985), The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting, *The Free Press*, New York.

Wilson N. et Peel M. (1991), The Impact on Absenteeism and Quits of Profit-Sharing and Other Forms of Employee Participation, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 44, n°3, pp 454-468.

Winther G. (1995), In employee ownership and corporate performance: A comprehensive review of the evidence, *National Center for Employee Ownership* (<http://www.nceo.org>), 2002.

Winther G. et al. (1989), In employee ownership and corporate performance: A comprehensive review of the evidence, *National Center for Employee Ownership* (<http://www.nceo.org>), 2002.

Wood D.J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, vol. 16, pp. 691-718.

Wruck K.P. (1994), Financial policy, internal control and performance: Sealed air corporation's leveraged special dividends, *Journal of Financial Economics*, vol.36.

Yang Z. C. et Vang Z. J. (2008), The role of institutional investors in chinese corporate governance, *An International Journal* 6, pp. 151-168.

Zingales L. (2000), In search of new foundations, *Journal of Finance*, vol.55, n°4, pp.1623-1654.

LISTE DES TABLEAUX

Liste des tableaux

Tableau.3.1 : Synthèse des travaux empiriques traitant la relation AS/performance.	141
Tableau 4.1 : Mesure retenue de la création de valeur actionnariale.....	176
Tableau 4.2 : Mesure retenue de la création de valeur partenariale.....	178
Tableau 4.3 : Les indicateurs d'actionnariat salarié dans les travaux antérieurs.....	179
Tableau 4.4 : Mesure retenue de l'actionnariat salarié.....	180
Tableau 4.5 : Les indicateurs de la concentration du capital dans les travaux antérieurs	182
Tableau 4.6 : Les indicateurs de la propriété institutionnelle dans les travaux antérieurs.....	183
Tableau 4.7 : Les variables de contrôle retenues.....	187
Tableau 4.8 : Récapitulatif des variables et des mesures retenues.....	188
Tableau 4.9 : Synthèse des régressions relatives au test du lien direct.....	193
Tableau 4.10 : Synthèse des régressions relatives au test de l'effet de modération...	198
Tableau 5.1 : Répartition des entreprises selon la forme de détention de l'actionnariat salarié.....	207
Tableau 5.2 : Répartition de l'échantillon en fonction du secteur d'appartenance par type d'entreprise.....	208
Tableau 5.3 : Description en fonction de la taille, ancienneté de la cotation, endettement et croissance du CA (annexes 2, 3, 4 et 5).....	209
Tableau 5.4 : Description en fonction de la participation ou non de l'État au capital.	210
Tableau 5.5 : Répartition de l'échantillon selon leur structure du gouvernement par type d'entreprise.....	210
Tableau 5.6 : Description de l'échantillon en fonction de la concentration du capital et de la propriété managériale (annexes 2, 3, 4 et 5).....	211
Tableau 5.7 : Répartition de l'échantillon en fonction de la propriété institutionnelle et de la présence de SA au conseil.....	212
Tableau 5.8 : Description de l'échantillon en fonction de la création de valeur actionnariale et partenariale (annexes 2, 3,4 et 5).....	213

Tableau 5.9 : Résultat des tests statistiques et choix de méthode d'estimation pour chaque modèle.....	217
Tableau 5.10 : Récapitulatif des modèles testant le lien entre « actionnariat salarié » et « création de valeur actionnariale ».....	225
Tableau 5.11 : Résultats des régressions estimant l'effet de la présence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale.....	226
Tableau 5.12 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale.....	228
Tableau 5.13 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (PKSAL < 3%).....	229
Tableau 5.14 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (PKSAL ≥ 3%).....	230
Tableau 5.15 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS=2).....	232
Tableau 5.16 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS = 3).....	233
Tableau 5.17 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des droits de vote accordés aux salariés sur la création de valeur actionnariale.....	235
Tableau 5.18 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (PDVSAL < 3%).....	236
Tableau 5.19 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (PDVSAL ≥ 3%).....	237
Tableau 5.20 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS=2).....	239
Tableau 5.21 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon (FORMAS=3).....	240
Tableau 5.22 : Récapitulatif des résultats des tests des hypothèses H1, H1.1 et H1.2.	242

Tableau 5.23 : Etat des hypothèses H_1 , $H_{1,1}$ et $H_{1,2}$ après l'analyse explicative.....	246
Tableau 5.24 : Récapitulatif des hypothèses et modèles testant le lien entre « actionnariat salarié » et « création de valeur partenariale ».....	248
Tableau 5.25 : Résultats des régressions estimant l'effet de la présence de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale.....	249
Tableau 5.26 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale.....	250
Tableau 5.27 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($PKSAL < 3\%$).....	251
Tableau 5.28 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($PKSAL \geq 3\%$).....	252
Tableau 5.29 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($FORMAS=2$).....	254
Tableau 5.30 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale pour le sous-échantillon ($FORMAS=3$).....	255
Tableau 5.31 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des droits de vote accordés aux salariés sur la création de valeur partenariale.....	257
Tableau 5.32 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($PDVSAL < 3\%$).....	258
Tableau 5.33 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($PKSAL \geq 3\%$).....	259
Tableau 5.34 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($FORMAS=2$).....	260
Tableau 5.35 : Résultats des régressions estimant l'effet du pourcentage des DV revenant aux salariés sur la création de valeur partenariale pour le sous-échantillon ($FORMAS=3$).....	261
Tableau 5.36 : Récapitulatif des résultats des tests des hypothèses (H_2 , $H_{2,1}$, $H_{2,2}$, H_3 , $H_{3,1}$ et $H_{3,2}$).....	263

Tableau 5.37 : Etat des hypothèses (H_2 , $H_{2.1}$, $H_{2.2}$, H_3 , $H_{3.1}$ et $H_{3.2}$) après l'analyse explicative.....	266
Tableau 5.38 : Résultats du test de l'effet modérateur de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (échantillon global).....	270
Tableau 5.39 : Résultats du test de l'effet modérateur de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon $PKBLOC \leq 33\%$).....	271
Tableau 5.40 : Résultats du test de l'effet modérateur de la concentration du capital sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon $PKBLOC > 33\%$).....	272
Tableau 5.41 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en absence d'investisseur(s) institutionnel(s).....	274
Tableau 5.42 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en présence d'investisseur(s) institutionnel(s).....	275
Tableau 5.43 : Résultats du test de l'effet modérateur de la propriété managériale sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (échantillon global).....	277
Tableau 5.44 : Résultats du test de l'effet modérateur de la propriété managériale sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon $PKMAN \leq 33\%$).....	278
Tableau 5.45 : Résultats du test de l'effet modérateur de la propriété managériale sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur (sous-échantillon $PKMAN > 33\%$).....	279
Tableau 5.46 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en absence de salarié(s) actionnaire(s) au conseil.....	282
Tableau 5.47 : Résultats du test de l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur en présence de salarié(s) actionnaire(s) au conseil.....	283
Tableau 5.48 : Etat de l'ensemble des hypothèses après l'analyse explicative.....	287

LISTE DES SCHÉMAS

Liste des schémas

Schéma 1.1 : Position relative des différents Stakeholders au sein de la firme.....	58
Schéma 2.1 : Répartition des encours FCPE par type d'instruments financiers en 2005.....	87
Schéma 3.1 : Schématisation de la logique conceptuelle du chapitre III.....	125
Schéma 4.1 : Mode de raisonnement et connaissance scientifique de la logique déductive.....	169
Schéma 4.2 : Méthodologie d'analyse des résultats.....	191
Schéma 4.3 : Les différentes étapes d'analyse pour chaque hypothèse ($H_{i,j}$).....	195
Schéma 4.4 : Représentation conventionnelle d'un effet de modération.....	196
Schéma 4.5 : Techniques d'analyse de l'effet de modération en fonction des propriétés de mesure des variables indépendantes.....	197

ANNEXES

Liste des annexes

Annexe 1 : Liste des entreprises composant l'échantillon

Annexe 2: Statistiques descriptives de l'échantillon global

Annexe 3: Statistiques descriptives des entreprises avec AS

Annexe 4: Statistiques descriptives des entreprises sans AS

Annexe 5: Tests sur les différences de moyennes relatifs aux différentes variables en fonction de la « présence d'actionnariat salarié, PAS »

Annexe 6: Matrice de corrélation pour l'échantillon global

Annexe 7: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pk}_{\text{sal}} < 3\%$)

Annexe 8: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pk}_{\text{sal}} \geq 3\%$)

Annexe 9: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{formas} = 2$)

Annexe 10: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{formas} = 3$)

Annexe 11: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pdvsal} < 3\%$)

Annexe 12: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pdvsal} \geq 3\%$)

Annexe 13: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pk}_{\text{bloc}} \leq 33\%$)

Annexe 14: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pk}_{\text{bloc}} > 33\%$)

Annexe 15: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (absence II)

Annexe 16: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (présence II)

Annexe 17: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pk}_{\text{man}} \leq 33\%$)

Annexe 18: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($\text{pk}_{\text{man}} > 33\%$)

Annexe 19: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (absence de SA au conseil)

Annexe 20: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (présence de SA au conseil)

Annexe 1 : Liste des entreprises composant l'échantillon

ABC ARBITRAGE

ACCOR

AERPORTS DE PARIS (ADP)

AIR FRANCE-KLM

AIR LIQUIDE

AKKA TECHNOLOGIES

ALES GROUPE

ALSTOM

ALTEN

ALTRAN TECHNOLOGIES

ANF SA

APRIL GROUP

AREVA CI

ASSYSTEM

ATOS ORIGIN SA

AUREA SA

AXA

BIC

BIOMERIEUX SA

BOIRON SA

BOIZEL CHANOINE

BONDUELLE

BONGRAIN

BOURBON

BOURSORAMA (EX FIMATEX)

BOUYGUES SA
BULL REGPT SA
CANAL +
CAP GEMINI SA
CARBONE-LORRAINE
CATERING INTERNATIONAL SERVICES
CEGEDIM
CEGID GROUP
CHARGEURS SA
CIMENT FRANCAIS
CNP ASSURANCES
CREDIT AGRICOLE SA
DANONE
DASSAULT SYSTEMES SA
DELACHAUX
DEVOTEAM SA
EIFFAGE
ENTREPOSE CONTRACTING
EULER HERMES
ESSO
EUROFINS SCIENTIFIC AG
ESSILOR INTERNATIONAL
EXEL INDUSTRIES SA
FAIVELEY SA
FONCIERE DES MURS
FRANCE TELECOM
GECINA
GENERALE DE SANTE
GFI INFORMATIQUE

GL EVENTS

GROUPE FLO

GROUPE PARTOUCHE SA

HAULOTTE GROUP

HAVAS SA

HIGH CO

HOLLE INDUSTRIES

ICADE

ILIAD SA

IMERYS

IMS INTERNATIONAL METAL SERVICES SA

IPSOS SA

JCDECAUX SA

KAUFMAN ET BROAD

KLEPIERRE

LAGARDERE GROUPE

LECTRA

LINEDATA SERVICES

LISI

LOCINDUS

LVL MEDICAL GROUPE

MAISON FRANCE CONFORT

MANITOU

MAUREL ET PROM

M6-METROPOLE TV

MERCIALYS

MICHELIN

NEURONES

NEXANS SA

NEXITY

NORBERT DENTRESSANGLE

NRJ GROUP

ORPEA SA

PEUGEOT SA

PHARMAGEST INTERACTIVE

PIERRE ET VACANCES

PSB INDUSTRIES

PUBLICIS GROUPE SA

RALLYE

RENAULT SA

REXEL

SAFRAN SA

SCHNEIDER ELECTRIC SA

SEB SA

SECHE ENVIRONNEMENT

SECHILIENNE

SILIC

SII

SODEXO

SOPRA GROUP

SPIR COMMUNICATION

GROUPE STERIA SCA

STEF-TFE

SWORD GROUP

SYNERGIE SA

TECHNIP

TELEPERFORMANCE

TF1 (TELEVISION FRANCAISE 1)

THERMADOR GROUPE

TOTAL SA

UBISOFT ENTERTAINMENT SA

UNIBAIL-RODAMCO

VALLOUREC

VEOLIA ENVIRONNEMENT

VINCI SA

VIVENDI

WENDEL

Annexe 2: Statistiques descriptives de l'échantillon global

```

-----
      log:  D:\output\statdescrip.log
    log type:  text
opened on:  16 Apr 2010, 20:58:10

. tabstat eva vba va psal pksal pdvsal pkbloc pkman tail ancot endt crois,
statistics (mean max min sd) col
> umns (statistics)

      variable |      mean      max      min      sd
-----+-----
      eva |    29.6397   3972.97  -2656.78  450.6563
      vba |    89.06241  627.5854  -95.62666  101.6149
      va |    39.26439      99  -3.864063  22.25622
      psal |    50.66298  98.28669  .3254149  27.6698
      pksal |    2.290154      94      0  7.132706
      pdvsal |    2.767734      94      0  7.827663
      pkbloc |    46.45462    92.85      0  24.75432
      pkman |    19.43366    85.14      0  17.60691
      tail |    7.518807  14.31571  3.101443  2.008885
      ancot |    6.475248     28      0  3.903194
      endt |   102.0962  1568.251      0  131.7673
      crois |    21.74318  595.9041  -90.8688  66.28691
-----

.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 3: Statistiques descriptives des entreprises avec AS

```

-----
      log:  D:\output\statdescrip1.log
    log type:  text
  opened on:  16 Apr 2010, 21:18:47

. tabstat eva vba va psal pksal pdvsal pkbloc pkman tail ancot endt crois,
  statistics (mean max min sd) col
> umns (statistics)

      variable |      mean      max      min      sd
-----+-----
      eva | 33.88392 3972.97 -2656.78 549.1609
      vba | 97.13351 627.5854 -27.61766 98.56093
      va | 49.45737 82.10543 -3.864063 15.67872
      psal | 57.24191 98.28669 .3254149 25.94256
      pksal | 4.323468      94      .0063 9.347088
      pdvsal | 5.225069      94      .04 10.14707
      pkbloc | 35.27312 87.96      0 22.07866
      pkman | 17.69510 55.04      0 14.31004
      tail | 8.095393 14.31571 3.853334 2.037697
      ancot | 6.522586      22      0 3.851602
      endt | 107.5034 674.622      0 120.7633
      crois | 24.00225 595.9041 -90.8688 79.3439
-----

.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 4: Statistiques descriptives des entreprises sans AS

```

-----
      log:  D:\output\statdescrip2.log
    log type:  text
  opened on:  16 Apr 2010, 21:44:30

. tabstat eva vba va psal pksal pdvsal pkbloc pkman tail ancot endt crois,
  statistics (mean max min sd) col
> umns (statistics)

      variable |      mean      max      min      sd
-----+-----
      eva |  24.86293  2896.47 -1857.43  304.8469
      vba |  79.97181  494.1542 -95.62666  104.3754
      va |  27.78387      99  .7008826  22.98979
      psal |  43.27041  94.35583      3  27.7268
      pksal |      0      0      0      0
      pdvsal |      0      0      0      0
      pkbloc |  59.04853  92.85      0  21.34591
      pkman |  21.38572  85.14      0  20.55283
      tail |  6.869389  12.50805  3.101443  1.766202
      ancot |  6.42193      28      0  3.966608
      endt |  96.04393  1568.251      0  143.0583
      crois |  19.20669  521.3897 -50.39404  52.05051
-----

.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 5: Tests sur les différences de moyennes relatifs aux différentes variables en fonction de la « présence d'actionnariat salarié, PAS »

Statistiques de groupe

	PAS	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
TAIL	1,00	320	8,0954	2,03770	,11373
	,00	285	6,8694	1,76620	,10462
ANCOT	1,00	320	6,5226	3,85160	,21498
	,00	285	6,4219	3,96661	,23496
ENDT	1,00	319	107,5034	120,76332	6,76145
	,00	285	96,0439	143,05830	8,47404
CROIS	1,00	320	19,2067	52,05051	2,90518
	,00	285	24,0023	79,34390	4,69993
PKBLOC	1,00	320	35,2731	22,07866	1,23231
	,00	285	59,0485	21,34591	1,26442
PKMAN	1,00	320	7,6951	14,31004	,79871
	,00	285	11,3857	20,55283	1,21744
EVA	1,00	320	33,8839	549,16092	31,91933
	,00	284	24,8629	304,84688	18,79766
VBA	1,00	321	97,1335	98,56093	5,50113
	,00	285	79,9718	104,37537	6,18266
VA	1,00	320	49,4574	15,67872	,87510
	,00	285	27,7839	22,98979	1,36180
PSAL	1,00	318	57,2419	25,94256	1,45479
	,00	283	43,2704	27,72680	1,64819

Test d'échantillons indépendants

		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes						
		F	Sig.	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Intervalle de confiance 95% de la différence	
									Inférieure	Supérieure
TAIL	Hypothèse de variances égales	10,055	,002	7,867	603	,000	1,2260	,15585	,91994	1,53207
	Hypothèse de variances inégales			7,934	602,523	,000	1,2260	,15453	,92252	1,52949
ANCOT	Hypothèse de variances égales	1,299	,255	,317	603	,752	,1007	,31791	-,52369	,72500
	Hypothèse de variances inégales			,316	590,017	,752	,1007	,31847	-,52481	,72612
ENDT	Hypothèse de variances égales	1,067	,302	1,067	602	,286	11,4595	10,73887	-9,63070	32,54968
	Hypothèse de variances inégales			1,057	558,543	,291	11,4595	10,84097	-9,83455	32,75354
CROIS	Hypothèse de variances égales	4,470	,035	-,889	603	,374	-4,7956	5,39591	-15,39258	5,80146
	Hypothèse de variances inégales			-,868	455,266	,386	-4,7956	5,52534	-15,65239	6,06126
PKBLOC	Hypothèse de variances égales	5,915	,015	-13,439	603	,000	-23,7754	1,76915	-27,24985	-20,30098
	Hypothèse de variances inégales			-13,466	598,524	,000	-23,7754	1,76560	-27,24293	-20,30789
PKMAN	Hypothèse de variances égales	20,769	,000	-2,588	603	,010	-3,6906	1,42630	-6,49171	-,88951
	Hypothèse de variances inégales			-2,535	499,702	,012	-3,6906	1,45606	-6,55137	-,82985
EVA	Hypothèse de variances égales	17,114	,000	,236	602	,813	9,0210	38,22042	-66,05278	84,09476
	Hypothèse de variances inégales			,244	476,515	,808	9,0210	37,04316	-63,76921	81,81119
VBA	Hypothèse de variances égales	,002	,969	2,081	603	,038	17,1617	8,24759	,96426	33,35913
	Hypothèse de variances inégales			2,074	575,573	,039	17,1617	8,27574	,90797	33,41542
VA	Hypothèse de variances égales	113,699	,000	13,683	603	,000	21,6735	1,58394	18,56281	24,78420
	Hypothèse de variances inégales			13,389	492,214	,000	21,6735	1,61873	18,49303	24,85397
PSAL	Hypothèse de variances égales	6,112	,014	6,380	599	,000	13,9715	2,18989	9,67070	18,27229
	Hypothèse de variances inégales			6,355	579,607	,000	13,9715	2,19839	9,65371	18,28928

Annexe 6: Matrice de corrélation pour l'échantillon global

```

-----
log: D:\output\correlationmatrix1.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 16:13:42

. correlate pas pksal pdvsal pkbloc pksalpkbloc pkman pksalpkman endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=604)

```

	pas	pksal	pdvsal	pkbloc	pkblocp~1	pkman	pkmanp~1	endt	crois	etat
pas	1.0000									
pksal	0.4533	1.0000								
pdvsal	0.4395	0.9874	1.0000							
pkbloc	-0.0960	-0.1156	-0.1185	1.0000						
pkblocpksal	0.3762	0.8132	0.8063	0.1891	1.0000					
pkman	-0.1453	0.0070	0.0101	0.1659	0.0658	1.0000				
pkmanpksal	0.1484	0.5803	0.5898	0.0324	0.6533	0.3099	1.0000			
endt	0.0497	0.1503	0.1508	-0.0318	0.0801	-0.0358	0.0116	1.0000		
crois	0.1482	0.1487	0.1311	0.1203	0.2378	-0.0438	0.0346	0.0130	1.0000	
etat	0.0113	0.0680	0.0799	-0.0133	0.0926	-0.1350	-0.0400	-0.0073	-0.0239	1.0000
stge	0.0148	0.0379	0.0292	-0.0881	-0.0036	-0.1740	-0.0586	-0.0351	0.1210	-0.0111
tail	0.1444	0.1326	0.1398	-0.3498	0.0398	-0.3652	-0.1236	0.1135	0.0593	0.3608
ancot	0.0947	0.0354	0.0286	-0.0889	-0.0115	0.0801	0.0029	-0.0101	-0.1355	0.0460
sect	-0.0895	0.0022	0.0132	-0.0192	-0.0699	0.0734	0.0198	-0.0248	-0.0970	-0.1264

	stge	tail	ancot	sect
stge	1.0000			
tail	0.1006	1.0000		
ancot	-0.0225	-0.0009	1.0000	
sect	-0.0625	-0.0747	0.1552	1.0000

```

.
end of do-file

```

Annexe 7: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (pkasal < 3%)

```

log: D:\output\correlationmatrix2.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 17:24:39

```

```

. correlate pkasal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=490)

```

	pkasal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pkasal	1.0000							
endt	0.0056	1.0000						
crois	-0.0351	0.0354	1.0000					
etat	0.0056	0.0112	-0.0230	1.0000				
stge	0.0463	0.0174	0.0945	0.0186	1.0000			
tail	0.2201	0.3938	-0.0759	0.3538	0.0441	1.0000		
ancot	-0.0205	-0.0883	-0.1377	0.0657	-0.0904	-0.1201	1.0000	
sect	-0.0892	0.0536	0.0281	-0.0615	-0.0876	-0.0932	0.1262	1.0000

```

.
end of do-file

```

```

. exit, clear

```

Annexe 8: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (pk_{sal} ≥ 3%)

```

log: D:\output\correlationmatrix3.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 17:43:25

```

```

. correlate pksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=114)

```

	pk _{sal}	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pk _{sal}	1.0000							
endt	0.0922	1.0000						
crois	-0.0328	-0.0918	1.0000					
etat	-0.0771	-0.0416	0.0726	1.0000				
stge	-0.1097	-0.1058	0.0949	-0.1258	1.0000			
tail	-0.5477	0.0466	-0.0006	0.3179	0.1857	1.0000		
ancot	-0.1204	-0.0224	-0.0446	-0.0288	0.1240	0.1483	1.0000	
sect	0.0408	-0.0775	-0.1342	-0.3191	0.0328	-0.0437	0.2488	1.0000

```

.
end of do-file

```

```

. exit, clear

```

Annexe 9 : Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (FORMAS= 2)

```

log: D:\output\correlationmatrix4.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 18:19:14

```

```

. correlate pksal pdvsal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=143)

```

	pksal	pdvsal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000								
pdvsal	0.9924	1.0000							
endt	0.2062	0.2101	1.0000						
crois	0.1657	0.1413	0.0038	1.0000					
etat	0.1237	0.1335	-0.0240	-0.0484	1.0000				
stge	0.0369	0.0384	-0.0860	0.1776	-0.0188	1.0000			
tail	-0.0599	-0.0567	0.0855	0.0843	0.2215	0.1104	1.0000		
ancot	0.0952	0.1039	0.0172	-0.2448	-0.1359	0.0739	-0.0689	1.0000	
sect	0.0642	0.0443	-0.0454	-0.1311	-0.1764	-0.0372	-0.0074	0.4609	1.0000

```

.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 10 : Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (FORMAS = 3)

```
-----
log: D:\output\correlationmatrix7.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 18:55:15
```

```
. correlate pksal pdvsal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=67)
```

	pksal	pdvsal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000								
pdvsal	0.9939	1.0000							
endt	0.2039	0.1940	1.0000						
crois	0.1446	0.1220	-0.0131	1.0000					
etat	0.0447	0.0515	-0.0607	-0.0834	1.0000				
stge	-0.1503	-0.1629	-0.0202	0.3707	-0.1852	1.0000			
tail	-0.1129	-0.1248	0.2273	0.0880	0.5104	0.0295	1.0000		
ancot	-0.0256	-0.0170	0.0390	-0.4235	0.3021	-0.2963	-0.0436	1.0000	
sect	0.1361	0.1555	0.1296	-0.1687	-0.1525	-0.0374	-0.3206	0.2588	1.0000

```
.
end of do-file

. exit, clear
```

Annexe 11: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (pdvsal < 3%)

```
-----
log: D:\output\correlationmatrix6.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 19:02:13
```

```
. correlate pdvsal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=471)
```

	pdvsal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pdvsal	1.0000							
endt	-0.0339	1.0000						
crois	0.0029	0.0397	1.0000					
etat	0.0117	0.0100	-0.0230	1.0000				
stge	0.0449	0.0322	0.0970	0.0266	1.0000			
tail	0.1530	0.4010	-0.0719	0.3714	0.0374	1.0000		
ancot	-0.0220	-0.0739	-0.1400	0.0600	-0.0989	-0.1266	1.0000	
sect	-0.0329	0.0287	0.0262	-0.0589	-0.0871	-0.0953	0.1335	1.0000

```
.
end of do-file
```

```
. exit, clear
```

Annexe 12: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon ($pdv_{sal} \geq 3\%$)

```

log: D:\output\correlationmatrix7.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 19:28:34

```

```

. correlate pksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=133)

```

	pksal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000							
endt	0.1019	1.0000						
crois	-0.0205	-0.0910	1.0000					
etat	-0.0414	-0.0362	0.0649	1.0000				
stge	-0.0825	-0.1000	0.0910	-0.1245	1.0000			
tail	-0.5127	0.0463	-0.0030	0.2981	0.1811	1.0000		
ancot	-0.0853	-0.0228	-0.0427	-0.0076	0.1250	0.1307	1.0000	
sect	0.0863	-0.0561	-0.1198	-0.2857	0.0269	0.0052	0.2296	1.0000

```

.
end of do-file

. exit, clear

```


Annexe 13: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (pkbloc ≤ 33%)

```

-----
log: D:\output\correlationmatrix8.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 19:39:01

. correlate pksal pkbloc pkblocpksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=186)
-----

```

	pksal	pkbloc	pkbloc~1	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000									
pkbloc	0.0990	1.0000								
pkblocpksal	0.5374	0.4523	1.0000							
endt	0.1444	0.1679	0.1886	1.0000						
crois	0.1762	0.4295	0.3854	0.0630	1.0000					
etat	-0.0835	-0.0539	-0.0583	0.0757	-0.0687	1.0000				
stge	0.0290	0.1798	0.0233	0.0384	0.1829	-0.2166	1.0000			
tail	-0.0709	-0.2696	-0.1632	0.0052	0.0204	0.4104	0.0687	1.0000		
ancot	0.0142	-0.3014	-0.1265	0.0398	-0.2616	0.1686	0.0599	0.0908	1.0000	
sect	0.0976	-0.1363	-0.0553	0.0542	-0.1500	-0.0594	-0.0303	0.0162	0.2735	1.0000

```

.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 14: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (pkbloc > 33%)

```

-----
      log:  D:\output\correlationmatrix9.log
      log type:  text
      opened on:  17 Apr 2010, 19:47:41

. correlate pksal pkbloc pkblocpksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=418)

-----+-----
      |      pksal      pkbloc pkbloc~l      endt      crois      etat      stge      tail      ancot      sect
-----+-----
      pksal |      1.0000
      pkbloc |     -0.0675      1.0000
      pkblocpksal |     0.4882     0.2584      1.0000
      endt |     0.1591    -0.0188     0.0856      1.0000
      crois |     0.1470     0.1838     0.2574     0.0076      1.0000
      etat |     0.0636    -0.0075     0.0968    -0.0112    -0.0361      1.0000
      stge |     0.0466    -0.0942    -0.0098    -0.0432     0.1438    -0.0844      1.0000
      tail |     0.0746    -0.3301    -0.0270     0.1049     0.0305     0.3422     0.1740      1.0000
      ancot |     0.0471    -0.1918    -0.0451     0.0000    -0.1715     0.1001     0.0352    -0.0047      1.0000
      sect |     0.0360    -0.1186    -0.0698    -0.0206    -0.1000    -0.1246    -0.0259     0.0057     0.1303      1.0000

.
.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 15: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (absence II)

```

log: D:\output\correlationmatrix10.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 19:59:49

```

```

. correlate pksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=294)

```

	pksal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000							
endt	0.0166	1.0000						
crois	0.3024	0.1371	1.0000					
etat	0.0034	0.0723	-0.2130	1.0000				
stge	-0.0175	-0.0188	0.1179	0.0248	1.0000			
tail	0.1668	0.2826	0.1077	0.4333	-0.0920	1.0000		
ancot	0.0721	-0.0127	0.0075	0.0436	-0.1385	0.0696	1.0000	
sect	-0.0153	-0.0250	-0.1558	-0.0609	-0.1976	-0.0860	0.1584	1.0000

```

.
end of do-file

```

```

. exit, clear

```

Annexe 16: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (présence II)

```

log: D:\output\correlationmatrix11.log
log type: text
opened on: 17 Apr 2010, 21:27:14

```

```

. correlate pksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=310)

```

	pksal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000							
endt	0.2953	1.0000						
crois	0.0925	-0.0188	1.0000					
etat	-0.1433	-0.1484	0.1225	1.0000				
stge	0.0294	-0.1969	0.0566	-0.1185	1.0000			
tail	-0.0706	0.1351	-0.3365	-0.1583	-0.0310	1.0000		
ancot	0.1525	0.1380	0.0052	-0.0473	0.3167	0.0583	1.0000	
sect	0.0349	0.1278	0.0362	-0.0640	0.0891	-0.1224	0.0539	1.0000

```

.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 17: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (pkman $\leq$ 33%)

```

-----
log: D:\output\correlationmatrix12.log
log type: text
opened on: 18 Apr 2010, 19:35:44

. correlate pksal pkman pkmanpksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=453)
-----

```

	pksal	pkman	pkmanpksal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000									
pkman	-0.1360	1.0000								
pkmanpksal	0.4152	0.1528	1.0000							
endt	0.1692	-0.0399	-0.0134	1.0000						
crois	0.1484	-0.0520	0.0172	0.0100	1.0000					
etat	0.0911	-0.1151	-0.0393	-0.0028	-0.0272	1.0000				
stge	0.0703	-0.0375	-0.0438	-0.0306	0.1446	-0.0570	1.0000			
tail	0.2360	-0.3333	-0.0191	0.1114	0.0629	0.3574	0.0735	1.0000		
ancot	0.0653	-0.0565	-0.0258	0.0073	-0.1551	0.1286	-0.0258	0.0979	1.0000	
sect	0.0142	0.0706	-0.0003	-0.0533	-0.1114	-0.1177	-0.0275	-0.0858	0.2042	1.0000

```

.
.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 18: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (pkman > 33%)

```

-----
log: D:\output\correlationmatrix13.log
log type: text
opened on: 18 Apr 2010, 19:50:15

. correlate pksal pkman pkmanpksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=151)
-----

```

	pksal	pkman	pkmanpksal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000									
pkman	-0.0827	1.0000								
pkmanpksal	0.5916	0.0612	1.0000							
endt	0.1608	-0.0117	0.1421	1.0000						
crois	0.6494	-0.1833	0.5235	0.1771	1.0000					
etat	0.0189	0.2200	0.0593	-0.0410	-0.0042	1.0000				
stge	-0.0340	0.4501	0.0433	-0.0793	-0.0878	0.1176	1.0000			
tail	-0.1181	0.1881	-0.0333	0.1747	-0.1437	0.4313	0.2222	1.0000		
ancot	-0.0243	-0.1138	-0.0195	-0.1380	-0.0437	-0.1718	-0.0038	-0.3473	1.0000	
sect	-0.0050	0.0012	-0.0021	0.1913	-0.0545	-0.1431	-0.1538	-0.0786	0.0329	1.0000

```

.
end of do-file

. exit, clear

```

Annexe 19: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (absence de SA au conseil)

```

log: D:\output\correlationmatrix14.log
log type: text
opened on: 18 Apr 2010, 20:11:05

```

```

. correlate pksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=443)

```

	pksal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000							
endt	0.1725	1.0000						
crois	0.1585	0.0122	1.0000					
etat	0.1075	-0.0088	-0.0087	1.0000				
stge	0.0226	-0.0323	0.1467	0.0013	1.0000			
tail	0.1914	0.1083	0.1071	0.3643	0.1185	1.0000		
ancot	0.0403	-0.0031	-0.1558	-0.0095	-0.0511	0.0181	1.0000	
sect	-0.0049	-0.0250	-0.1141	-0.1502	-0.1567	-0.0770	0.1223	1.0000

```

.
end of do-file

```

```

. exit, clear

```

Annexe 20: Matrice de corrélation pour le sous-échantillon (présence de SA au conseil)

```

log: D:\output\correlationmatrix15.log
log type: text
opened on: 18 Jun 2010, 20:53:56

```

```

. correlate pksal endt crois etat stge tail ancot sect
(obs=161)

```

	pksal	endt	crois	etat	stge	tail	ancot	sect
pksal	1.0000							
endt	0.0178	1.0000						
crois	0.0333	-0.2201	1.0000					
etat	0.1055	0.1021	-0.1060	1.0000				
stge	0.1866	0.0493	-0.1745	-0.0469	1.0000			
tail	0.1704	0.4243	-0.5243	0.3015	0.2124	1.0000		
ancot	0.0231	0.0557	-0.2953	0.1243	0.1162	0.2477	1.0000	
sect	0.0053	-0.0681	0.1894	-0.1032	0.1601	-0.1251	0.1664	1.0000

```

.
end of do-file

```

```

. exit, clear

```


TABLE DES MATIÈRES

Table des matières

INTRODUCTION GÉNÉRALE	7
 PREMIÈRE PARTIE : CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIÉ ET CRÉATION DE VALEUR.....	16
 CHAPITRE I : LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES : ENTRE VALEUR ACTIONNARIALE ET VALEUR PARTENARIALE.....	17
Introduction.....	18
 SECTION I : La gouvernance d'entreprise et la philosophie du capitalisme actionnarial : une vision moniste de la firme.....	20
I La théorie de l'agence.....	20
1- La théorie de l'agence : postulat de départ.....	23
2- Les leviers d'opportunisme des agents.....	23
II La gouvernance des entreprises dans une approche actionnariale.....	25
1- L'intérêt des investisseurs : objectif ultime de la firme.....	26
A. Propriété et contrôle : la problématique du statut du créancier résiduel.....	26
B. Un objectif unique est synonyme d'une plus grande efficacité.....	28
b ₁ . Chaque firme doit avoir un objectif unique.....	28
b ₂ . La CV pour les actionnaires assure le bien être des autres <i>stakeholders</i>	29
2- La gouvernance des entreprises dans l'optique principal/agent.....	30
A. Sources de conflits entre actionnaires et dirigeants.....	30
a ₁ . La composition du patrimoine des dirigeants.....	30
a ₂ . Le problème d'horizon temporel.....	30
a ₃ . Les intérêts particuliers des <i>managers</i>	31
a ₄ . La position charnière des <i>managers</i>	31
B. Des mécanismes de contrôle aux incitations financières.....	32
b ₁ . Les mécanismes de contrôle.....	32
b _{1.1} . Le conseil d'administration.....	33
b _{1.2} . La géographie du capital.....	33
b _{1.3} . La politique d'endettement.....	35
b _{1.4} . Le marché financier.....	36
b _{1.5} . Le marché du travail.....	36
b _{1.6} . Le marché des biens et services.....	36
b ₂ . Les incitations financières.....	37
b _{2.1} . La rémunération fixe : une réponse à l'aversion au risque.....	37
b _{2.2} . La rémunération variable : un vecteur d'incitation.....	38
III La création de valeur actionnariale : mesures et déterminants.....	39
1- La mesure de la création de valeur.....	39
A. Insuffisance des méthodes comptables traditionnelles.....	39
B. La MVA et l'EVA : une réponse aux insuffisances des méthodes comptables.....	40
b ₁ . La <i>Market Value Added</i> (MVA).....	40
b ₂ . L' <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	41

2- Les déterminants de la création de valeur.....	42
A. L'axe financier.....	43
B. L'axe client.....	43
C. L'axe processus internes.....	44
D. L'axe innovation et apprentissage organisationnel.....	44
Conclusion de la section.....	47
 SECTION II : La gouvernance d'entreprise et la philosophie du <i>stakeholder capitalism</i> : une vision pluraliste de la firme.....	48
I La critique du modèle de la <i>shareholder value</i>	50
1- Les limites des critères de la valeur actionnariale créée.....	50
A. Les difficultés de la mesure.....	50
B. Le risque du court-termisme.....	50
2- Les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels.....	51
3- vers une redéfinition de l'objectif de la firme.....	53
II Identification des <i>stakeholders</i>	54
1- Les attributs des <i>stakeholders</i> : entre légitimité et pouvoir.....	54
A. La légitimité.....	54
B. Le pouvoir.....	56
2- La réponse des dirigeants aux différents <i>stakeholders</i>	57
III La gouvernance des entreprises dans une approche partenariale.....	60
1- Objectif de la gouvernance partenariale.....	60
2- Les attentes spécifiques des différentes parties prenantes.....	61
3- Les mécanismes de sauvegarde de l'intérêt des <i>stakeholders</i>	62
4- Mesure de la création de valeur partenariale.....	65
A. L'information non financière : une réponse à l'évaluation de la valeur partenariale.....	65
B. Essais de mesure de la création de valeur partenariale.....	67
b ₁ . La réflexion de Charreaux et Desbrières (1998).....	67
b ₂ . La réflexion de Poulain-Rehm (2006).....	68
Conclusion de la section.....	69
Synthèse conclusive du chapitre.....	64
 CHAPITRE II : PLACE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ DANS LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES.....	72
Introduction.....	73
 SECTION I : L'actionnariat salarié : Aspects pratiques et théoriques.....	76
I L'expérience française en matière d'actionnariat salarié.....	77
1- Évolution du cadre juridique.....	77
2- Modalités de la détention d'actions par les salariés.....	85
II Motifs de l'actionnariat salarié et éléments dissuasifs.....	89
1- Du côté de l'entreprise... une meilleure performance.....	89
2- Du côté des salariés... une plus grande satisfaction.....	92
3- Éléments dissuasifs.....	94
Conclusion de la section.....	96
 SECTION II : Place de l'actionnariat salarié dans le cadre de la gouvernance des entreprises.....	98

I	Actionnaires salariés : entre relation d'agence et conflits de pouvoir.....	98
1-	La théorie de l'agence.....	99
A.	La relation d'agence dans le cadre de la gouvernance actionnariale.....	99
B.	La relation d'agence dans le cadre de la gouvernance partenariale.....	100
2-	Le pouvoir au centre de la relation.....	103
A.	Les jeux de pouvoir entre dirigeants et salariés.....	103
B.	L'analyse du pouvoir du « salarié actionnaire ».....	105
b ₁ .	Participation aux décisions et pouvoir.....	105
b ₂ .	Les actionnaires actionnaires...à l'interface de la coalition interne et de la coalition externe de l'organisation.....	106
II	Rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises.....	108
1-	La participation aux instances de représentation et de décision de la firme.....	109
A.	Les avantages de la participation des actionnaires salariés au conseil.....	110
B.	Les risques de la participation des actionnaires salariés au conseil.....	112
2-	L'instauration d'un régime de confiance.....	115
A.	Les bienfaits ou gains associés au mécanisme de confiance.....	116
B.	Les méfaits ou coûts associés au mécanisme de confiance.....	118
	Conclusion de la section.....	119
	Synthèse conclusive du chapitre.....	120
 CHAPITRE III : NATURE ET CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIÉ ET CRÉATION DE VALEUR : DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES ET FORMULATION DES HYPOTHÈSES.....		
	Introduction.....	123
 SECTION I : Nature et caractéristiques de la relation entre actionnariat salarié et création de valeur.....		
I	Effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes et comportements des salariés.....	126
1-	Les attitudes.....	127
2-	Les comportements.....	130
II	Actionnariat salarié et performance de l'entreprise : des relations contrastées.....	131
1-	L'actionnariat salarié a un effet négatif sur la performance.....	132
2-	L'actionnariat salarié est sans effet sur la performance.....	134
3-	L'actionnariat salarié a un effet positif sur la performance.....	136
4-	Actionnariat salarié et performance...une relation curvilinéaire.....	139
III	Formulation des hypothèses portant sur la relation entre actionnariat salarié et création de valeur.....	143
	Conclusion de la section.....	148
 SECTION II : Les facteurs modérateurs de la relation entre actionnariat salarié et création de valeur : développements et formulation des hypothèses.....		
I	La concentration du capital.....	149
II	La propriété institutionnelle.....	151
III	La propriété managériale.....	153
IV	La participation des salariés actionnaires au conseil.....	156
 CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE.....		
		162

SECONDE PARTIE : NATURE ET CARACTÉRISTIQUES DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIÉ ET CRÉATION DE VALEUR : UNE ANALYSE EMPIRIQUE.....	164
Introduction.....	165
CHAPITRE IV : MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE.....	166
Introduction.....	167
SECTION I : Nature de la recherche et origine des données.....	168
I Nature de la recherche.....	168
II Source des données.....	170
1- Les données secondaires : avantages et limites.....	170
2- Recueil des données.....	171
Conclusion de la section.....	173
SECTION II : Rappel des hypothèses et opérationnalisation des variables.....	174
I Relation entre « actionnariat salarié » et « création de valeur ».....	174
1- Rappel des hypothèses.....	174
2- Définition et opérationnalisation des variables.....	175
A. La mesure retenue de la création de valeur.....	175
B. La mesure retenue de l'actionnariat salarié.....	178
II Les facteurs modérateurs de la relation.....	181
1- La concentration du capital.....	181
A. Rappel des hypothèses.....	181
B. La mesure retenue.....	181
2- La propriété institutionnelle.....	182
A. Rappel des hypothèses.....	182
B. La mesure retenue.....	183
3- La propriété managériale.....	183
A. Rappel des hypothèses.....	184
B. La mesure retenue.....	184
4- La participation des salariés actionnairesau conseil.....	184
A. Rappel des hypothèses.....	185
B. La mesure retenue.....	185
III Définition des variables de contrôle.....	185
Conclusion de la section.....	190
SECTION III : Présentation de la méthodologie de recherche.....	191
I Méthodologie des tests empiriques.....	191
II Tests et outils statistiques adoptés.....	200
1- Test de présence d'effets individuels.....	200
2- Test d'Hausman.....	201
Conclusion de la section.....	203
Synthèse conclusive du chapitre.....	204

CHAPITRE V : ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS.....	205
Introduction.....	206
SECTION I : Analyse descriptive de l'échantillon.....	207
I Analyse descriptive en fonction de la variable « actionnariat salarié ».....	207
II Analyse descriptive en fonction des principales variables de contrôle.....	207
III Analyse descriptive en fonction des principales variables de modératrices.....	211
IV Analyse descriptive en fonction de la création de valeur.....	212
Conclusion de la section.....	215
 SECTION II : Etude de la multicolinéarité et tests de spécification des effets individuels.....	216
I Vérification de l'absence de multicolinéarité entre les variables indépendantes.....	216
II Résultats des tests de spécification des effets individuels et des effets aléatoires...	217
Conclusion de la section.....	223
 SECTION III : Nature de la relation entre actionnariat salarié et création de valeur.....	224
I Nature de la relation entre AS et création de valeur actionnariale.....	224
1- Présence de l'actionnariat salarié et création de valeur actionnariale.....	226
2- Pourcentage du capital et création de valeur actionnariale.....	227
3- Pourcentage des droits de vote et création de valeur actionnariale.....	234
4- Synthèse et interprétation de l'ensemble des résultats (H_1 , $H_{1,1}$ et $H_{1,2}$).....	247
II Nature de la relation entre AS et création de valeur partenariale.....	247
1- Présence de l'actionnariat salarié et création de valeur partenariale.....	248
2- Pourcentage du capital et création de valeur partenariale.....	249
3- Pourcentage des droits de vote et création de valeur partenariale.....	256
4- Synthèse et interprétation de l'ensemble des résultats (H_2 , H_3 , $H_{2,1}$, $H_{3,1}$, $H_{2,2}$ et $H_{3,2}$).....	262
Conclusion de la section.....	267
 SECTION IV: Influence « modératrice » de certains mécanismes de contrôle.....	269
I Influence de la concentration du capital.....	269
II Influence de la propriété institutionnelle.....	273
III Influence de la propriété managériale.....	276
IV Influence de la participation des salariés actionnaires au conseil.....	281
V Synthèse des résultats de l'étude de la modération.....	284
Conclusion de la section.....	288
Synthèse conclusive du chapitre.....	290
CONCLUSION DE LA SECONDE PARTIE.....	296
 CONCLUSION GÉNÉRALE.....	298
Bibliographie.....	306
Liste des tableaux.....	326
Liste des schémas.....	331
Annexes.....	333
Table des matières.....	360