

XAVIER HOLLANDTS

ECE Lyon/INSEEC

ZIED GUEDRI

EM Lyon



GOUVERNANCE
ET PERFORMANCE

Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise*

Dans cet article, les auteurs examinent les effets de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise. Ils suggèrent en particulier que la présence des salariés au conseil d'administration est susceptible d'affaiblir les effets positifs de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise. Leurs résultats confirment cette hypothèse pour les administrateurs représentant les actionnaires salariés. En revanche, la présence de syndicalistes au conseil d'administration n'atténue pas l'impact positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise.

DOI: 10.3166/RFG.183.35-50 © 2008 Lavoisier, Paris

* Les auteurs remercient vivement les trois co-éditeurs dont les exigences, la rigueur et les suggestions ont permis d'améliorer considérablement l'article. Cette recherche a bénéficié du support de l'Institut français de gouvernement des entreprises (IFGE/EM Lyon).

L'actionnariat salarié est devenu un phénomène mondial qui connaît un développement sans précédent dans le capitalisme contemporain. L'actionnariat salarié offre de nombreux avantages : il permet de trouver des sources alternatives de financement pour les entreprises sans négliger l'exigence de performance, tout en permettant une redistribution élargie des profits. Dans ce contexte, il apparaît logique que la diffusion de l'actionnariat salarié soit de plus en plus importante. Ainsi, un salarié américain sur quatre détient des actions de l'entreprise dans laquelle il travaille, tandis que cette proportion s'établit à un salarié européen sur cinq et un salarié français sur dix (National Center for Employee Ownership Survey, 2005 ; rapport Perotin et Robinson, 2002 ; Fédération des actionnaires salariés et anciens salariés, 2006).

En France, le soutien unanime des gouvernements successifs pour ces mécanismes d'épargne salarial a fortement contribué à son développement. En effet, l'actionnariat salarié participe à l'amélioration du système de retraites, en transférant, en partie, son financement sur la capitalisation individuelle des salariés. Du côté des entreprises, l'actionnariat salarié est un outil ayant un impact positif sur l'identification des salariés à leur entreprise, sur leur motivation et leur satisfaction. Par ailleurs, l'actionnariat salarié offre également des avantages stratégiques indéniables en stabilisant la structure du capital des entreprises.

Dans le contexte français, les salariés constituent désormais des actionnaires de référence dans le capital des entreprises. Les différentes évolutions législatives (article 217 de la loi de modernisation sociale du 17 janvier 2002 et article 32 de

la loi du 30 décembre 2006) illustrent la montée en puissance des actionnaires salariés en leur garantissant désormais une représentation au sein du conseil d'administration ou de surveillance. À titre d'illustration, en 2005, 14% des entreprises du SBF 250 ont au moins un administrateur salarié non-dirigeant au sein de leur gouvernement d'entreprise. Cette proportion a plus que doublé en l'espace de cinq ans. Le régime français fait coexister deux types de représentation des salariés au sein des conseils. Historiquement, les premiers représentants des salariés au conseil d'administration furent des syndicalistes, au sein de sociétés détenues intégralement ou partiellement par l'État français. Plus récemment, les conseils d'administration ou de surveillance ont accueilli des représentants non syndicalistes des actionnaires salariés lorsque ceux-ci constituent collectivement un actionnaire de référence. La loi du 30 décembre 2006 fixe le seuil de déclenchement automatique de la représentation des actionnaires salariés à 3% du capital. Face à cet engouement croissant pour les mécanismes d'actionnariat salarié, cet article tente de répondre empiriquement à deux questions principales. Premièrement, *quel est l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise ?* Deuxièmement, *quel est l'effet combiné de la représentation des salariés au conseil d'administration ou de surveillance et de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise ?*

Ces deux questions sont centrales car, du point de vue conceptuel, l'actionnariat salarié et la représentation qui en découle brouillent les frontières traditionnelles du gouvernement de l'entreprise : en effet, l'ef-

ficacité du gouvernement l'entreprise est censée être garantie par la subordination des dirigeants aux intérêts des actionnaires, externes par définition à l'entreprise (Hillman et Dalziel, 2003; Aglietta et Réberieux, 2004). Cet article contribue donc à mieux comprendre en quoi la nature de la représentation des salariés, notamment syndicale, renforce, ou au contraire, nuit à la relation positive entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

Nos résultats, basés sur une étude portant sur un échantillon de 150 entreprises françaises, démontrent un fort impact positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise. Néanmoins, cet impact est atténué par la présence d'un représentant des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration ou de surveillance, en particulier, lorsqu'il représente l'association d'actionnaires salariés de l'entreprise. En revanche, la présence de syndicalistes au conseil d'administration ou de surveillance n'altère pas la relation positive entre actionnariat salarié et performance. Ces résultats viennent soutenir l'enthousiasme des hommes politiques et des chefs d'entreprises vis-à-vis des mécanismes d'actionnariat salarié mais illustrent également la difficulté d'intégrer les actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise (Alanche, 2007). Cet article est organisé en quatre sections. Dans une première section nous présentons une synthèse de la littérature examinant le lien entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise. Dans une seconde section, nous montrons en quoi la représentation des salariés au conseil d'administration ou de surveillance est susceptible de modérer négativement l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise. Dans une troisième section, nous

décrivons la méthodologie de recherche et présentons nos résultats. Nous discutons des implications de ces résultats dans la dernière section.

I. LES EFFETS DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

L'actionnariat salarié « est l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés. Il leur permet de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie » (Desbrières 2002, p. 255). L'actionnariat salarié sert à motiver les salariés en leur offrant la perspective d'un gain pécuniaire tout en instaurant des mécanismes servant notamment à lutter contre les phénomènes d'aléa moral. Ainsi, « la pratique de l'actionnariat, comme celle de la participation financière plus généralement, relève de la volonté d'associer les salariés à la performance économique et financière de la firme, et de stimuler leurs efforts grâce aux avantages financiers, fiscaux et sociaux qui y sont attachés, dans la mesure où leurs motivation et implication dépendent pour une part substantielle du lien existant entre cette performance et leur richesse personnelle » (Desbrières, 2002, p. 262). L'actionnariat salarié permet d'aligner les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires, ce qui doit permettre à l'entreprise de réduire les coûts induits par les conflits d'agence potentiels. L'actionnariat salarié doit engendrer des effets positifs identifiables au niveau individuel (augmentation de la satisfaction et de la performance du salarié) comme au niveau organisationnel

(réduction des inefficiences, augmentation de la productivité et de la performance de l'entreprise).

1. L'impact de l'actionnariat salarié sur la performance individuelle du salarié

L'actionnariat salarié augmente la performance du salarié en agissant directement sur plusieurs variables attitudinales. Les actionnaires salariés sont plus satisfaits de leur travail, plus motivés, plus impliqués, et au final, plus performants. L'actionnariat salarié augmente la satisfaction globale des salariés pour trois raisons majeures. Premièrement, l'actionnariat salarié offre aux salariés une récompense financière et une rémunération additionnelle (French, 1987). Deuxièmement, l'actionnariat salarié offre le sentiment gratifiant pour les salariés d'éprouver un sentiment de propriété envers l'organisation qui les emploie. Troisièmement, les actionnaires salariés sont plus satisfaits car ils ont le sentiment valorisant de plus participer à la prise de décision. Par conséquent, l'actionnariat salarié augmente la fidélité des salariés, leur attachement et la satisfaction de travailler dans l'entreprise (Klein, 1987, p. 320). Ces mécanismes d'actionnariat salarié augmentent globalement la satisfaction des salariés, ce qui renforce leur implication (Buchko 1993 ; Frohlich *et al.*, 1998 ; Pendleton, 2001), et augmente en retour leur engagement et leur performance (augmentation de la motivation (Ben-Ner et Jones, 1995 ; Long 1978a et 1978b ; Pierce *et al.*, 1991) ; augmentation de la productivité (Jones et Kato 1995 ; Frohlich *et al.*, 1998) ; création d'un but commun (Long, 1980 ; Kuvaas, 2003). Ainsi l'actionnariat salarié agit positivement sur trois facettes déterminantes de la satisfaction individuelle des salariés en ren-

forçant leur attachement et leur implication dans l'entreprise. Les conditions financières (décote, abondement) et la perspective d'un gain pécuniaire futur augmente la productivité des actionnaires salariés en jouant positivement sur leur motivation et leur engagement organisationnel (French, 1987).

2. Les effets de l'actionnariat salarié sur la performance collective des salariés

Du point de vue théorique, comme le soulignent Ben-Ner et Jones (1995, p. 537) « l'actionnariat salarié accroît la productivité de l'entreprise à travers l'effet positif des droits au rendement et des droits au contrôle sur, d'une part, la motivation et la performance individuelle, et d'autre part, les variables organisationnelles ». Ainsi, l'actionnariat salarié a un effet net positif sur les comportements individuels, collectifs et au final sur la performance de l'entreprise (Ben-Ner et Jones, 1995 ; Jones et Kato, 1995). Les résultats des études empiriques mettent en avant une productivité supérieure des actionnaires salariés et/ou des entreprises ayant mis en place ces systèmes (Jones et Kato, 1993, 1995 ; Frohlich *et al.*, 1998). Dans leur article de 1995 (*ibid.*, p. 391), Jones et Kato montrent que la productivité augmente de 4 à 5 % dans les entreprises qui ont implanté des mécanismes d'actionnariat salarié, et ce, seulement trois à quatre ans après leur introduction (Jones et Kato, 1995). D'autre part, l'actionnariat salarié améliore également la performance organisationnelle de l'entreprise en réduisant notamment le taux de rotation du personnel et l'absentéisme. Les entreprises ayant adopté des plans d'actionnariat salarié ont des taux de rotation du personnel significativement plus faibles

(Wilson et Peel, 1991; Buchko, 1993). Enfin, l'actionnariat salarié a également un effet négatif et significatif sur l'absentéisme (Wilson et Peel, 1991; Brown et Fakhfakh, 1999). Dans l'étude de Brown et Fakhfakh (1999), la réduction de l'absentéisme dans les entreprises ayant des mécanismes d'actionnariat salarié atteint 14 %.

De manière globale, l'actionnariat salarié permet d'articuler des déterminants individuels de la satisfaction des salariés à une structure collective performante. Ainsi, l'actionnariat salarié combine des incitations et des rétributions individuelles à une structure collective également incitative. Au final, l'actionnariat salarié entraîne des effets positifs sur les attitudes et les comportements au travail des salariés, qui peuvent se traduire au niveau global de l'entreprise par un surcroît de performance financière et organisationnelle. La durabilité de ces mécanismes pourrait être assurée par le surcroît de performance induit qui, en retour générerait de la satisfaction (notamment financière) pour les salariés et contribuerait à asseoir la pérennité des d'incitations liées à l'actionnariat salarié. Dès lors, nous suggérons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1. Il existe une relation positive entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

II. LA REPRÉSENTATION DES SALARIÉS DANS LE GOUVERNEMENT DE L'ENTREPRISE

L'actionnariat salarié façonne une structure d'incitations individuelles et collectives qui contribue à améliorer la performance de l'entreprise tout en permettant une implication plus forte des actionnaires salariés dans

la prise de décision. Toutefois, un examen des études empiriques souligne la nécessité de mettre en évidence des phénomènes renforçant ou atténuant l'impact de l'actionnariat salarié, afin de mesurer plus précisément l'effet de ces mécanismes sur la performance de l'entreprise (Long, 1979; Pierce et Rodgers, 2004). L'actionnariat salarié implique que les actionnaires salariés soient plus étroitement associés à la prise de décision stratégique. Cette dimension a toujours été ignorée dans les études empiriques, bien que le besoin de l'intégrer soit largement souligné dans la littérature (Blasi *et al.*, 1996). Or, l'existence de salariés influents dans la prise de décision est réellement problématique pour, d'une part, constituer un gouvernement d'entreprise agissant comme un mécanisme de contrôle efficace, et d'autre part, pour la performance de l'entreprise (Faley *et al.*, 2006). Dans le contexte français, les salariés peuvent détenir une capacité d'influence réelle dans la prise de décision en fonction : 1) du pourcentage de capital détenu collectivement ; 2) de leur représentation possible au gouvernement d'entreprise (conseil d'administration ou de surveillance). La représentation des actionnaires salariés, au rôle relativement ambigu, agit comme une variable modérant la relation entre actionnariat salarié et performance. Elle peut être susceptible d'améliorer l'efficacité du gouvernement d'entreprise et au-delà la performance de l'entreprise, ou au contraire amplifier les comportements opportunistes, tels que l'enracinement des dirigeants, et donc venir limiter les conséquences des effets positifs soulignés précédemment (voir sections I.1 et I.2) (Desbrières, 1997). Dans la section suivante, nous présentons succinctement le régime français de représentation des salariés au

gouvernement d'entreprise, avant d'analyser en détail les effets induits par les différentes formes de représentation des salariés.

1. Le système français de représentation des salariés au gouvernement d'entreprise

La double représentation des salariés est la spécificité majeure du régime français. Ainsi, les salariés peuvent être représentés au sein du gouvernement d'entreprise par le biais de syndicalistes et/ou par des représentants des actionnaires salariés. Le système français de représentation des salariés se caractérise à la fois par la représentation obligatoire des salariés dans les entreprises nationales ou anciennement nationalisées et la représentation facultative des actionnaires salariés au sein des entreprises privées.

La représentation obligatoire des salariés

De manière générale, aucune contrainte particulière n'empêche les dirigeants de nommer ou de faire élire un ou des administrateur(s) représentant les salariés (c'est-à-dire un syndicaliste). Cependant, la pratique dans ce domaine démontre qu'il n'existe aucune entreprises ayant volontairement choisi d'avoir un administrateur salarié. Ainsi, les administrateurs salariés se concentrent dans les entreprises publiques ou anciennement publiques, dont le capital a été ouvert. Les lois de juillet 1983, août et octobre 1986 et la loi Giraud de 1994 ont imposé la présence de représentants syndicaux des salariés au sein des conseils d'administration¹.

La représentation facultative des actionnaires salariés

En ce qui concerne les actionnaires salariés, les dispositions en vigueur actuellement se caractérisent par la capacité discrétionnaire et facultative pour les entreprises de nommer ou d'élire un administrateur représentant les actionnaires salariés. Les administrateurs représentant les actionnaires salariés sont nommés par décision de l'assemblée générale des actionnaires, parfois sur désignation du président et généralement à partir de la liste des dirigeants des fonds communs de placement entreprise ou des associations d'actionnaires salariés. L'article 32 de la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006, introduit pour les sociétés cotées une obligation de nommer ou faire élire un représentant des actionnaires salariés, quand ils détiennent au moins 3 % du capital de l'entreprise. Les premiers effets de cette loi ne se feront cependant sentir qu'au cours de l'année 2008 (Geneviève Olivier, *Les Échos*, 13 avril 2007).

2. L'effet modérateur de la représentation des salariés dans le gouvernement de l'entreprise

Les spécificités françaises (voir section II.1) nous amènent à élargir le cadre de cette recherche à la représentation des salariés au sein des entreprises avec actionnariat salarié. Les entreprises françaises à actionnariat salarié peuvent par ailleurs disposer d'une représentation syndicale des salariés au

1. La loi n°1983-675 du 26 juillet 1983 généralise la présence d'administrateurs salariés élus dans les conseils d'administration des entreprises contrôlées majoritairement par la puissance publique. Dans les entreprises publiques de 200 à 1000 salariés, deux sièges sont attribués aux représentants élus des salariés tandis que dans celles de plus de 1000 salariés, c'est un tiers des sièges qui leur est réservé. La loi n° 94-640 du 25 juillet 1994, dite loi Giraud, élargit le CA à deux ou trois membres salariés, ainsi qu'à un représentant des salariés actionnaires lorsque ceux-ci possèdent au moins 5 % du capital.

conseil d'administration ou de surveillance, qui est « déconnectée » du niveau d'actionnariat salarié. Ainsi, certains administrateurs représentant les actionnaires salariés, pourtant élus par les actionnaires salariés, représentent un administrateur salarié additionnel, du fait de leur affiliation à un syndicat (Alanche, 2007). Dès lors, il paraît illusoire d'arriver à distinguer les administrateurs salariés officiels des administrateurs salariés officieux, c'est-à-dire ceux élus sur un poste d'administrateur représentant les actionnaires salariés. Les différentes hypothèses que nous formulons retiennent donc deux niveaux principaux de représentation des salariés : les administrateurs salariés et les administrateurs représentant les actionnaires salariés. Cette dernière catégorie peut être subdivisée en deux types :

- 1) les administrateurs représentant les actionnaires salariés syndicalistes,
- 2) les administrateurs représentant exclusivement une association d'actionnaires salariés.

Du point de vue de « l'efficacité » du gouvernement d'entreprise, les administrateurs salariés en général (administrateurs salariés et/ou représentants des actionnaires salariés) peuvent avoir une influence négative sur les objectifs de l'entreprise ou la politique de développement et d'investissements en raison de leur structure d'incitations (Jensen et Meckling, 1979 ; Bradley 1986 ; Faleye *et al.*, 2006). Une série d'arguments communs aux deux formes de représentation permet de théoriser négativement toute forme de représentation des salariés au gouvernement d'entreprise. Le premier argument renvoie à la structure de rémunération des salariés et par extension des actionnaires salariés.

En effet, la rémunération totale des actionnaires salariés se compose d'un revenu fixe

(principalement le salaire) et d'un revenu résiduel (dividende et augmentation de la valeur du portefeuille de titres). Le but rationnel des actionnaires salariés est de chercher à maximiser la valeur totale de ces deux revenus. Cependant, la partie résiduelle est d'une part, plus faible, et, d'autre part, plus aléatoire que la partie fixe de leur revenu. Les actionnaires salariés ont alors rationnellement intérêt à inciter les dirigeants, *via* leur capacité d'influence collective et leur représentation au gouvernement d'entreprise, à prendre des décisions maximisant en priorité la partie fixe de leurs revenus (Alchian et Demsetz, 1972 ; Jensen et Meckling, 1979). En d'autres termes, l'actionnariat salarié implique une diminution de l'efficacité de la structure de propriété par rapport à la configuration optimale caractérisée par la séparation stricte entre actionnaires externes et dirigeants (Bradley, 1986). Ceci peut se traduire dans des décisions stratégiques déviant de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Par exemple, Faleye *et al.* (2006) ont montré dans une étude récente que les entreprises dans lesquelles les actionnaires salariés sont influents dans la prise de décision stratégique sont moins performantes, investissent moins dans des actifs de long terme, prennent moins de risques, ont un taux de croissance plus faible, créent moins de nouveaux emplois, et affichent des taux de productivité plus faibles que les entreprises dans lesquelles les actionnaires salariés ont peu ou pas d'influence. Dans une autre étude empirique, Gamble (2000) démontre que la présence d'actionnaires salariés influents, y compris dans la prise de décision, a un effet négatif sur l'intensité des investissements en recherche et développement et en innovation. La représentation des salariés au gou-

vernement d'entreprise limite par conséquent l'effet potentiellement positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise (Faleye *et al.*, 2006; Bradley, 1986; Jensen et Meckling, 1979). Par conséquent, nous suggérons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2. La présence d'un administrateur salarié modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

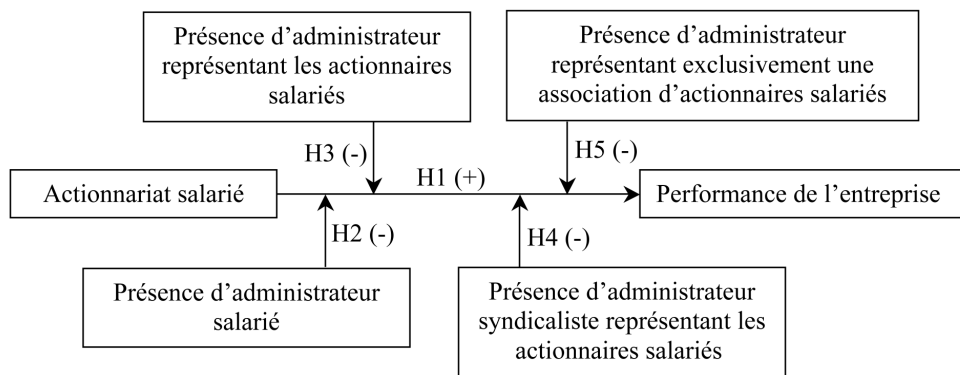
La représentation des actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise soulève des réticences supplémentaires (Desbrières, 2002). La littérature soulève la question de la baisse de l'efficacité du contrôle pesant sur les dirigeants en présence d'un actionnariat salarié combiné à la représentation des salariés au gouvernement d'entreprise. Cette configuration favorise très fortement l'enracinement des dirigeants qui disposerait « d'une fraction amicale du capital » (Gamble, 2000). Par opposition aux représentants syndicaux, les représentants des actionnaires salariés sont susceptibles de faire preuve de complaisance voire de connivence avec les dirigeants. « L'alliance naturelle » existant entre actionnaires salariés et dirigeants (Hellwig, 2000) incitent les dirigeants à nouer des contrats implicites avec les actionnaires salariés (Pagano et Volpin, 2005) en contrepartie d'un contrôle « amical » de leur part (Gamble, 2000). Ainsi, les administrateurs représentant les actionnaires salariés ne sont pas suffisamment indépendants de leurs dirigeants pour exercer correctement et objectivement leur fonction de contrôle et d'évaluation (Alexandre et Paquerot, 2000). Pour Trébucq (2002, p. 112), les « actionnaires salariés peuvent être instrumentalisés à leur insu pour faire échec à des prises de contrôle », au nom de la sauvegarde de l'emploi. L'actionnariat salarié combiné à la

représentation des actionnaires salariés est susceptible de réduire drastiquement l'efficacité des mécanismes de contrôle interne et des mécanismes de contrôle externe. Ainsi, l'actionnariat salarié constitue l'un des mécanismes anti-OPA les plus efficaces (Gordon et Pound, 1990; Chang et Mayers, 1992; Chaplinsky et Niehaus, 1994; Beatty, 1994; Park et Song, 1995; Pugh *et al.*, 1999). Cette technique anti-OPA peut d'ailleurs être considérée comme étant plus efficace que d'autres systèmes plus connus tels que les pilules empoisonnées, les parachutes dorés, les recapitalisations, les *Leveraged Buy Out* ou les investissements à long terme (Chaplinsky et Niehaus, 1994). Park et Song (1995) ont montré que la fréquence d'utilisation des autres dispositifs anti-OPA diminuait en présence d'un actionnariat salarié. Dès lors, nous suggérons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3. La présence d'un administrateur représentant les actionnaires salariés modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise. Au regard de l'argumentation développée précédemment, nous pouvons formuler deux hypothèses complémentaires au sujet de la représentation des actionnaires salariés par un administrateur représentant les actionnaires salariés. Les différentes hypothèses de recherche suggérées dans cette étude sont illustrées dans la figure 1.

Hypothèse 4. La présence d'un administrateur « actionnaire salarié » syndicaliste modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

Hypothèse 5. La présence d'un administrateur « actionnaire salarié » représentant uniquement les actionnaires salariés modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

Figure 1 – Synthèse des hypothèses de recherche

MÉTHODOLOGIE

Cette recherche s'appuie sur un échantillon de 150 entreprises : 62 entreprises à actionnariat salarié et 88 entreprises similaires, en termes de variables de contrôle, mais sans actionnariat salarié. Cette méthodologie est fréquemment utilisée pour ce type de recherche (Livingston et Henry, 1980 ; Borstadt et Zwirlein, 1995 ; Iqbal et Hamid, 2000). Nous avons collecté les données auprès des directeurs financiers et/ou responsables « actionnariat salarié » des entreprises du SBF 250. La performance financière des entreprises, la variable dépendante de cette recherche, est opérationnalisée par le ratio capitalisation boursière de l'entreprise sur sa valeur nette comptable. (Oswald et Jahera, 1991 ; Faleye *et al.*, 2006). L'actionnariat salarié est mesuré par le pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés (Trébuçq et d'Arcimoles 2002 ; Park *et al.*, 2004). La représentation des salariés au conseil d'administration ou conseil de surveillance est mesurée par deux variables continues et deux variables binaires (Desbrières 1997, 2002 ; Faleye *et al.*, 2006). La présence d'administrateur salarié ou représentant des actionnaires salariés a été opérationnalisée par le nombre total d'administrateur siégeant au conseil d'administration ou conseil de surveillance de l'entreprise. La présence d'administrateur représentant les actionnaires salariés a été décomposée en deux variables binaires. La variable « administrateur syndicaliste représentant les actionnaires salariés » nous renseigne sur la présence d'un administrateur syndicaliste représentant les actionnaires salariés siégeant au conseil d'administration ou conseil de surveillance de l'entreprise. Enfin, la variable binaire « administrateur représentant exclusivement une association d'actionnaires salariés » nous renseigne sur la présence d'un administrateur représentant exclusivement une association d'actionnaires.

3. Résultats

Dans cette section, nous présentons les résultats de notre étude empirique. L'encadré ci-dessus présente la méthodologie de

recherche. Les modèles 1 à 5 (voir tableau 1) présentent les résultats des régressions multiples conduites pour tester les cinq hypothèses.

Tableau 1 – Résultats des régressions testant les effets de modération de la représentation des actionnaires salariés sur la relation : actionnariat salarié/performance de l'entreprise

Variables indépendantes	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5
Constante	1,320*** (0,383)	1,314*** (0,386)	1,248*** (0,372)	1,324*** (0,384)	1,302*** (0,367)
Chiffre d'affaires+	-0,026 (0,041)	-0,023 (0,043)	-0,009 (0,040)	-0,022 (0,042)	-0,021 (0,040)
Nombre de salariés+	-0,027 (0,045)	-0,029 (0,048)	-0,046 (0,044)	-0,032 (0,046)	-0,033 (0,043)
% d'actionnariat salarié+	0,240*** (0,095)	0,260* (0,156)	0,361*** (0,102)	0,251*** (0,098)	0,378*** (0,101)
Nb. d'administrateurs salariés	-0,047 (0,035)	-0,045 (0,036)	-0,044 (0,034)	-0,044 (0,036)	-0,055 (0,034)
Nb. d'administrateurs représentant les actionnaires salariés	-0,306 (0,354)	-0,277 (0,396)	-0,392 (0,427)	-0,246 (0,373)	-0,664* (0,358)
Présence d'un administrateur syndicaliste représentant les actionnaires salariés	-0,559 (0,559)	-0,573 (0,569)	-0,278 (0,552)	-0,068 (10,094)	-0,382 -0,539
Présence d'un administrateur représentant exclusivement une association d'actionnaires salariés	0,285 (0,487)	0,243 (0,552)	0,260 (0,472)	0,195 (0,518)	1,877*** (0,688)
Interaction ²		-0,008 (0,051)	-0,469*** (0,171)	-0,262 (0,500)	-0,735*** (0,233)
R ² ajusté	0,262	0,255	0,306	0,267	0,321
Test F	3,799***	3,529***	4,255***	3,553***	4,492***
N	150	150	150	150	150

Variable dépendante : Log (capitalisation boursière/valeur nette comptable). Une transformation logarithmique de cette variable a été effectuée afin de réduire l'asymétrie de sa distribution. Ce tableau fait apparaître les coefficients β non standardisés et entre parenthèses les erreurs standard.

Seuils de significativité : *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Ce tableau tient compte de sept variables binaires de contrôle des secteurs industriels auxquels appartiennent les entreprises. Par souci de simplification, nous ne reportons pas les coefficients de ces variables de contrôle.

2. Le terme « interaction » renvoie à une variable combinant l'effet du pourcentage d'actionnariat salarié à celui d'une forme de représentation des salariés ; [modèle 2] la variable d'interaction est : pourcentage d'actionnariat salarié \times nombre d'administrateurs salariés ; [modèle 3] la variable d'interaction est : pourcentage d'actionnariat salarié \times nombre d'administrateurs représentant les actionnaires salariés ; [modèle 4] la variable d'interaction est : pourcentage d'actionnariat salarié \times présence d'un administrateur syndicaliste représentant les actionnaires salariés et enfin, [modèle 5] la variable d'interaction est : pourcentage d'actionnariat salarié \times présence d'un administrateur représentant exclusivement une association d'actionnaires salariés.

Le modèle 1 met en évidence les effets directs des variables de contrôle, de la variable « pourcentage d'actionnariat salarié » ainsi que les quatre variables indiquant la représentation des salariés et des actionnaires salariés. Les modèles 2 à 5 testent les quatre hypothèses de modération développées dans notre étude en rajoutant au modèle 1 un terme d'interaction combinant l'effet du pourcentage d'actionnariat salarié à la forme de représentation des salariés (Jaccard *et al.*, 1990). Les résultats du modèle 1 montrent que l'effet direct linéaire de l'actionnariat salarié sur la performance financière de l'entreprise est positif ($\beta = .24$; statistiquement significatif à un niveau $\alpha < 0.01$). Par conséquent, l'hypothèse 1 est validée. En revanche, les effets directs des différentes formes de représentation des salariés et des actionnaires salariés ne sont pas statistiquement significatifs. Le modèle 2 teste l'effet de modération du nombre d'administrateurs salariés (syndicalistes) au conseil d'administration ou de surveillance sur la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise indique. Cet effet n'est pas statistiquement significatif (terme d'interaction $\beta = -.008$). Par conséquent, la seconde hypothèse est rejetée. En revanche, les résultats du modèle 3 suggèrent que la présence d'administrateurs représentant les actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance modère négativement l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise ($\beta = -.469$ résultat significatif à un niveau $\alpha < 0.01$) : l'hypothèse 3 est validée. Comme les postes d'administrateur représentant les actionnaires salariés sont susceptibles d'offrir aux syndicalistes un poste d'administrateur salarié additionnel, nous avons cherché à savoir par le biais des

modèles 4 et 5, si l'effet de modération négatif persistait selon l'origine de l'administrateur (syndicaliste ou représentant exclusif de l'association d'actionnaires salariés). Les résultats de ces deux modèles montrent qu'il y a une différence statistiquement significative : la présence d'administrateurs représentant les actionnaires salariés et qui représentent exclusivement une association d'actionnaires salariés (et non un syndicat) modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance financière de l'entreprise (modèle 5 : $\beta = -.735$ statistiquement significatif à un niveau $\alpha < 0.01$). Ainsi l'hypothèse 5 est validée. En revanche, les résultats ne montrent pas d'effet d'interaction significatif en ce qui concerne les syndicalistes élus sur un poste d'administrateur représentant les actionnaires salariés (modèle 4 : $\beta = -.262$ statistiquement non significatif à un niveau $\alpha < 0.01$). L'hypothèse 4 est rejetée.

4. Discussion

L'objectif poursuivi dans cet article consistait à mettre en avant les effets induits par l'articulation entre l'actionnariat salarié et sa représentation possible au gouvernement d'entreprise. Nous avons proposé une opérationnalisation et un test mesurant l'effet modérateur de la représentation des salariés au sein du gouvernement d'entreprise. Contrairement à ce que nous indique la littérature, nous n'avons pas constaté d'effet de modération négatif lorsque des syndicalistes sont présents au conseil d'administration (ou de surveillance). Ce résultat est identique lorsque ces syndicalistes sont élus ou nommés sur des postes réservés (dénommés « administrateurs salariés ») ou lorsqu'ils accèdent à des postes supplémentaires d'administrateurs par le biais des postes d'admi-

nistrateurs représentant les actionnaires salariés. En ce qui concerne la représentation des actionnaires salariés, la littérature semblait se prononcer plutôt favorablement sur la représentation des actionnaires salariés, notamment pour des raisons d'alignement d'intérêts et de renforcement de l'efficacité du mécanisme de contrôle (Desbrières, 1997, 2002). Cette étude montre au contraire que la présence d'administrateurs représentant les actionnaires salariés modère négativement la relation actionnariat salarié-performance. Les résultats montrent que ce sont bien les représentants exclusifs de l'association d'actionnaires salariés qui ont un effet de modération négatif sur la relation actionnariat salarié-performance. À ce sujet, la récente loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006, qui définit l'obligation pour les entreprises de nommer des représentants des actionnaires salariés au sein de leurs conseils, lorsque ces salariés détiennent plus de 3 % du capital de sociétés cotées, va renforcer la présence des représentants des actionnaires salariés. Actuellement, pas moins de 41 sociétés cotées issues du SBF 250 se verraient soumises à cette obligation et le développement croissant de l'actionnariat salarié fera sans doute augmenter ce chiffre.

Cependant, une question essentielle reste à trancher : au regard de nos résultats, y-a-t-il une forme de représentation des salariés à privilégier ? En effet, nos résultats réhabilitent les représentants syndicaux des salariés au conseil d'administration ou de surveillance. En revanche, nos mêmes résultats jettent un doute sur l'efficacité de la présence de représentant des actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise. Une des explications est sans doute à rechercher du

côté de la notion d'indépendance : les administrateurs salariés, donc syndicalistes, doivent leur présence au sein des conseils à une série de mesures législatives qui garantissent, quoi qu'il arrive, leur poste et sans doute leur indépendance. Par suite, ces administrateurs sont sans doute susceptibles de faire preuve de moins de complaisance à l'égard des dirigeants que les représentants des actionnaires salariés. La posture de ces derniers peut notamment être biaisée par des considérations de réélection lors des assemblées générales suivantes. Pagano et Volpin (2005), soulignent « l'alliance naturelle » entre les actionnaires salariés et les dirigeants, qui incite ceux-ci à nouer des contrats implicites avec les représentants des actionnaires salariés en contrepartie d'un contrôle « amical » de leur part. Pour Gamble (2000) et Mc Kersie (2003), ces administrateurs sont incités à lier leur sort à ceux des dirigeants, ce qui a pour conséquence de faciliter l'émergence de comportements d'enracinements bilatéraux (Faleye *et al.*, 2006).

D'un point de vue théorique, la présence des représentants des actionnaires salariés peut néanmoins sembler légitime. En effet, Aglietta et Reberieux (2004, p. 55), soulignent que l'argument du risque est celui qui est classiquement retenu pour fixer la « hiérarchie » actionnariale de l'entreprise. Or, les actionnaires salariés sont les seuls à assumer un double risque puisqu'ils investissent massivement leur capital financier en actions de l'entreprise alors qu'ils y ont déjà investi leur capital humain (avec comme conséquence une capacité de sortie beaucoup plus faible et un niveau de risque très élevé). De ce fait, les actionnaires salariés peuvent légitimement prétendre à une représentation au gouvernement d'entre-

prise afin de sauvegarder la valeur de leur double investissement, ce qui les incite à exercer au mieux leur mandat d'administrateur. Cependant, les associations d'actionnaires salariés qui se positionnent délibérément comme des partenaires privilégiés des dirigeants de l'entreprise (voir sur ce point les propositions de la FAS³) sont encore en quête d'une légitimité qui reste à établir aux yeux des actionnaires externes et de l'ensemble des acteurs du gouvernement d'entreprise. Il reste sans doute à mieux définir le rôle et la posture de ces administrateurs si particuliers, soumis aux mêmes obligations que n'importe quel administrateur, mais défenseurs d'un actionnariat interne et por-

teurs des valeurs historiques de l'entreprise. Au regard du développement croissant de la représentation des actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise, renforcé par la loi du 30 décembre 2006, une voie de recherche fructueuse semble donc se dessiner afin de mieux saisir les conséquences de la présence de salariés au sein des conseils d'administration ou de surveillance. À partir de là, il sera possible d'étudier encore plus précisément la relation entre actionnariat salarié et performance, qui ne met pas seulement en jeu des variables exclusivement financières, mais qui implique une véritable évolution du système politique du gouvernement de l'entreprise.

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta M., Reberieux A., *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel « Économie », Paris, 2004.
- Alanche P., *Renault coté cour : un salarié au conseil d'administration*, Éditions de l'Atelier, Paris, 2007
- Alchian A., Demsetz H., "Production, Informations Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, 1972, p. 777-795.
- Alexandre H., Paquerot M., « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, juin, 2000, p. 5-29.
- Beatty A., "An empirical analysis of the corporate control, tax and incentive motivations for adopting leveraged employee stock ownership plans", *Managerial and Decision Economics*, 15, 1994, p. 299-315.
- Ben-Ner A., Jones D., "Employee Participation, Ownership, and Productivity: A Theoretical Framework", *Industrial Relations*, vol. 34, n° 4, 1995, p. 532-554.

3. La FAS (Fédération des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés) regroupe 28 associations d'actionnaires salariés, majoritairement issues de grandes entreprises cotées. Elle milite pour le développement de la participation des actionnaires salariés au gouvernement de leur entreprise, en se définissant avant tout comme des partenaires des équipes dirigeantes, afin notamment de se démarquer des administrateurs syndicalistes. Voir sur ce point <http://www.fas.asso.fr/legislatif/index.php>

- Blair M., "Firm-specific human capital and theories of the firm", *Employees and Corporate Governance*, Blair M. et Roe M. (eds.), Brooking Institution Press, 1999.
- Blair M., Kruse D., Blasi J., "Employee Ownership: an Unstable Form or A Stabilizing Force", *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Margaret M. Blair and Thomas Kochan (eds), Brookings Institution Press, Washington D.C., 2000.
- Blasi J., Conte M., Kruse D., "Employee Stock Ownership and Corporate Performance among Public Companies", *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 50, n° 1, 1996, p. 60-79.
- Borstadt L., Zwirlein T., "ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance", *Journal of Financial and Strategic Decision Making*, vol. 8, n° 1, 1995, p. 1-13.
- Bradley K., "Employee-Ownership and Economic Decline in Western Industrial Democracies", *Journal of Management Studies*, vol. 23, n° 1, 1986, p. 51-71.
- Brown S., Fakhfakh F., "Absenteeism and Employee Sharing: an Empirical Analysis based on French panel data, 1981-1991", *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 52, n° 2, 1999, p. 234-251.
- Buchko A., "The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: an Integrated Causal Model and Path Analysis", *Journal of Management Studies*, vol. 30, n° 4, 1993, p. 633-657.
- Chang S., Mayers D., "Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics* vol. 32, 1992, p. 103-131.
- Chaplinsky S., Niehaus G., "The Role of ESOPs in Takeover Contests", *Journal of Finance*, vol. 49, n° 4, 1994, p. 1451-1470.
- DARES, 2004, Résultats de l'enquête ACEMO-PIPA in Premières Synthèses, septembre 2004, n°38.2.
- Desbrières Ph., « Le rôle de l'actionariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. « Recherche en gestion », Economica, 1997.
- Desbrières Ph., « Les actionnaires salariés », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, 2002, p. 255-281.
- Dow G., Putterman L., "Why capital (usually) hires labor: an assesment and an explanation", *Employees and Corporate Governance*, Blair M. et Roe M. (eds), Brookings Institutions Press, 1999.
- FAS, Fédération française des actionnaires salariés et anciens salariés, *Guide de l'actionnaire salarié*, 6^e édition. 2006.
- Faley O., Mehrotra V., Morck R., "When Labor Has a Voice in Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, n° 3, 2006, p. 489-510.
- French J., "Employee perspectives on stock ownership: Financial investment or mechanism of control?", *Academy of Management Review*, vol. 12, 1987, p. 427-435.

- Frohlich N., Godard J., Oppenheimer J., Starker F., "Employee versus Conventionally-Owned and Controlled Firms: An Experimental Analysis", *Managerial and Decision Economics*, vol. 19, n° 4-5, 1998, p. 311-326.
- Gamble J., "Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration", *Journal of Business Venturing*, vol. 15, 2000, p. 433-447.
- Gordon J., "Employee Stock Ownership in Economic Transitions: The Case of United Airlines", *Employees and Corporate Governance*, Blair M. et Roe M. (eds.), Brooking Institution Press, 1999.
- Gordon L., Pound J., "ESOPs and Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 525-555.
- Hansmann H., *The Ownership of Enterprise*, Belknap Press of Harvard University Press, 1996.
- Hellwig M., "On the economics and politics of corporate finance and corporate control", Xavier Vives, ed., *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 2000.
- Iqbal Z., Hamid S., "Stock price and operating performance of ESOP firms: A time-series analysis", *Quarterly Journal of Business and Economics*, summer, vol. 33, n° 9, 2000, p. 25-47.
- Jensen M., Meckling W., "Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination", *Journal of Business*, vol. 52, 1979, p. 469-506.
- Jones D., Kato T., "The Scope, Nature, and Effects of Employee Stock Ownership Plans in Japan", *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 46, n° 2, 1993, p. 352-367.
- Jones D., Kato T., "The productivity effects of employee ownership plans: evidence from a Japanese panel data", *American Economic Review*, vol. 85, 1995, p. 391-414.
- Klein K., "Employee Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models", *Journal of Applied Psychology*, vol. 72, 1987, p. 319-332.
- Kuvaas B., "Employee ownership and affective organizational commitment: employee's perceptions of fairness and their preference for company shares over cash", *Scandinavian Journal of Management*, vol. 19, 2003, p. 193-212.
- Livingston D., Henry J., "The Effect of Employee Stock Ownership on Corporate Profits", *Journal of Risk and Insurance*, vol. 47, n° 3, 1980, p. 491-505.
- Long R., "The Effects of Employee Ownership on Organizational Identification, Job Attitudes and Organizational Performance: a Tentative Framework and Empirical Findings", *Human Relations*, n° 31, 1978a, p. 29-48.
- Long R., "The Relative Effects of Share Ownership versus Control on Job Attitudes in an Employee-Owned Company", *Human Relations*, n° 31, 1978b, p. 753-763.
- Long R., "Desire for and Patterns of Worker Participation in Decision Making after Conversion to Employee Ownership", *Academy of Management Journal*, vol. 22, n° 3, 1979, p. 611-617.
- Long R., "Job Attitudes and Organizational Performance under Employee Ownership", *Academy of Management Journal*, vol. 23, n° 4, 1980, p. 726-737.

- NCEO, National Center for Employee Ownership, http://www.nceo.org/library/eo_stat.html, 2005.
- Olivier G., « Les salariés actionnaires représentés au conseil », *Les Échos*, 13 avril 2007.
- Oswald S., Jahera J., “The Influence of Ownership on Performance: an Empirical Study”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 4, 1991, p. 321-326.
- Pagano H., Volpin P., Managers, “Workers and Corporate Control”, *Journal of Finance*, vol. 60, n° 2, 2005, p. 841-868.
- Park S., Song M., “Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders”, *Financial Management*, vol. 24, n° 4, 1995, p. 52-65.
- Park R., Kruse D., Sesil J., “Does employee ownership enhance firm survival?”, *Employee Participation, Firm Performance and Survival, Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, vol. 8, Elsevier, 2004, p. 3-33.
- Pendleton A., *Employee Ownership, Participation and Governance. A study of ESOPs in the UK*, Routledge, London et New York, 2001.
- Pugh W., Jahera J., Oswald S., “ESOPs, Takeover Protection, and Corporate Decision-Making”, *Journal of Economics and Finance*, vol. 23, n° 2, 1999, p. 170-185.
- Perotin V., Robinson A., Employee Participation in Profit and Ownership: A Review of the Issues and Evidence, Report for the European Parliament, Social Affairs Series, SOCI 109 EN, November 2002.
- Pierce J., Rubinfeld A., Morgan S., “Employee ownership: a conceptual model of process and effects”, *Academy of Management Review*, vol. 16, 1991, p. 121-144.
- Pierce J., Rodgers L., “The Psychology of Ownership and Worker-Owner Productivity”, *Group and Organization Management*, vol. 29, n° 5, 2004, p. 588-613.
- Sesil J., Kruse D., Blasi J., “Sharing ownership via Employee Stock ownership”, Discussion Paper n°2001/25, UNU/WIDER, 2001.
- Trébuq S., « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 4, décembre 2002, p. 107-135.
- Trébuq S., d'Arcimoles C-H., “The effects of ESOPs on performance and risk: Evidence from France”, *11th Conference of the International Association for the Economics of Participation*, Bruxelles, 4-6 juillet 2002.
- Wilson N., Peel M., “The Impact on Absenteeism and Quits of Profit-Sharing and Other Forms of Employee Participation”, *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 44, n° 3, 1991.