

Dirigeants : entre enracinement et mécanismes de contrôle interne

Gharbi Héla, Maître de conférences
Université du Littoral- Côte d'Opale
hela.gharbi@noos.fr

Résumé

Prenant acte de l'inefficacité potentielle des mécanismes de contrôle, nous nous proposons d'en étudier un en particulier : *l'actionnariat salarié*. Il s'agit d'identifier le rôle de l'actionnariat salarié dans le cadre des stratégies d'enracinement des dirigeants. S'inscrivant dans une perspective systémique et prenant acte de l'interdépendance entre les mécanismes de contrôle (Agrawal et Knoeber, 1996), nous nous proposons en outre d'étudier l'influence du conseil d'administration et/ou de surveillance sur la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants. Nous adoptons, à cet effet, une approche quantitative reposant sur une méthodologie hypothético-déductive. Fondée sur un échantillon moyen de 167 entreprises françaises cotées et sur des régressions logistiques, l'analyse explicative de notre recherche confirme la possibilité d'enracinement des dirigeants via l'actionnariat salarié sous certaines conditions et souligne l'influence médiatrice du conseil d'administration ou de surveillance.

Mots clés : actionnariat salarié, enracinement des dirigeants, gouvernance des entreprises, mécanismes de contrôle, conseil d'administration /de surveillance.

Dans le prolongement des études (Shleifer et Vishny, 1989 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1990 ; Castanias et Helfat, 1992 ; Zwiebel, 1996) sur l'efficacité du système de gouvernance des entreprises, diverses recherches (St Pierre et *al.*, 1996 ; Paquerot, 1996 ; Pigé, 1998) se sont intéressées aux stratégies entreprises par les dirigeants afin d'esquiver les mécanismes de contrôle. Ces travaux ont ainsi inspiré les fondements de la théorie d'enracinement des dirigeants qui présuppose l'incapacité potentielle des mécanismes de contrôle à contraindre les dirigeants à gérer la firme conformément aux intérêts des actionnaires (Alexandre et Paquerot, 2000). *« L'idée générale, dans la logique de la théorie de l'agence, est que dans une démarche opportuniste, les dirigeants vont tenter d'annihiler ou d'affaiblir les mécanismes de contrôle mis en place par les actionnaires ou les stakeholders »* (Allouche et Amann, 2002 ; p.125).

De nombreuses recherches ont ainsi relevé l'existence de stratégies de contournement adoptées par les dirigeants afin d'éviter ou de s'affranchir des mécanismes de contrôle. L'enracinement des dirigeants peut alors se fonder sur un large éventail de mécanismes ; le conseil d'administration (St Pierre et *al.*, 1996 ; Paquerot, 1997 ; Pigé, 1998 ; Pichard-Stamford, 1998 ; Peasnell et *al.*, 2003, Boujenoui et *al.*, 2004), les investissements spécifiques (Shleifer et Vishny, 1989 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1990 ; Castanias et Helfat, 1992), la politique d'endettement de la firme (Zwiebel, 1996 ; Booth et *al.*, 2002 ; Isagawa, 2002), ou encore la politique de diversification (Denis et *al.*, 1997 ; Anderson et *al.*, 2000)...

Prenant acte de l'inefficacité potentielle des mécanismes de contrôle, nous nous proposons d'en étudier un en particulier : *l'actionnariat salarié*. Il s'agit d'identifier le rôle de l'actionnariat salarié dans le cadre des stratégies d'enracinement des dirigeants. Précisons que nous entendons par actionnariat salarié, la détention¹ d'actions par les salariés de la firme. S'inscrivant dans une perspective systémique et prenant compte de l'interdépendance entre les mécanismes de contrôle (Agrawal et Knoeber, 1996), nous nous proposons en outre d'étudier l'influence du conseil d'administration et/ou de surveillance de sur la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants.

¹ Cette détention revêt généralement un caractère volontaire. L'actionnariat salarié apparaît souvent sous forme d'un plan d'épargne entreprise.

L'intérêt de cette étude s'explique d'une part par le nombre limité des travaux, à l'exception selon nous des recherches de Desbrières (1997, 2002) et de Trébucq (2002), ayant abordé l'actionnariat salarié à la lumière du système de gouvernance des entreprises. Le deuxième intérêt réside dans l'importance grandissante de l'actionnariat salarié en France ; « *l'actionnariat salarié est l'émergence d'un nouvel acteur financier. Le salarié actionnaire devient un partenaire qui investit dans son entreprise... il contribue à renforcer le gouvernement d'entreprise* » (Bompont et Marens, 2004 ; p. 56).

Afin de répondre à l'objet de notre recherche, nous organisons notre exposé en deux parties. La première partie, théorique, sera l'occasion de présenter le cadre conceptuel d'analyse de la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants. Cette partie nous permettra ainsi de formuler et d'émettre les hypothèses théoriques traitant de la nature de la relation étudiée et des facteurs susceptibles de l'influencer. La deuxième partie, empirique, traitera de la méthode de recherche adoptée et aura pour vocation d'exposer et de discuter les résultats des tests statistiques.

1. LA NATURE DE LA RELATION ENTRE ACTIONNARIAT SALARIE ET ENRACINEMENT DU DIRIGEANT : ANCRAGE THEORIQUE

Le cadre de la théorie de l'agence (Charreaux, 1997) et de la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1989 ; Paquerot, 1996) permettent d'aborder la relation entre les dirigeants et les actionnaires salariés. Nous nous proposons d'abord de définir la nature du lien entre le dirigeant et l'actionnariat salarié à travers l'analyse de deux courants : le premier (théorie de l'agence) soutient l'aptitude des salariés actionnaires à contrôler les dirigeants. Le second (théorie de l'enracinement) suppose, en revanche, que l'actionnariat salarié sert l'enracinement des dirigeants. Nous analysons ensuite l'influence médiatrice d'une mécanique de contrôle interne : le conseil d'administration ou de surveillance.

1.1. L'ACTIONNARIAT SALARIE : MECANISME DE CONTROLE

Le pouvoir disciplinaire des salariés a été confirmé par différents auteurs. Ainsi, Fama (1980) justifie-t-il ce pouvoir par l'intérêt qu'ont les salariés à ce que la performance réalisée par la firme soit des plus satisfaisantes, puisque la valeur de leur capital humain en dépend. « *Le raisonnement suivi par Fama implique que l'intensité du contrôle est d'autant plus forte que la*

valeur du capital humain des salariés est élevée et qu'elle est sensible à l'investissement spécifique réalisé par le salarié » (Charreaux, 1997a ; p 38).

La théorie de l'agence indique 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, y compris l'actionnariat des managers, sur ceux des autres « *stockholders* » (Pugh et al., 1999 ; Gamble, 2000). French (1987) soutient ainsi que les employés qui détiennent des blocs d'actions peuvent être plus disposés que d'autres actionnaires à exercer des pressions sur le management, afin d'améliorer la performance financière de la firme.

Etant considérés comme des « *stakeholders* » dans l'entreprise (Yoshimori, 1995), les salariés actionnaires disposent théoriquement des mêmes droits que tous les autres actionnaires. En devenant actionnaires, les salariés acquièrent une légitimité supplémentaire pour contrôler les dirigeants. Ainsi, les salariés actionnaires peuvent exercer ce contrôle :

- Via le statut d'actionnaire. Leur pouvoir d'influence est alors mis en œuvre dans le cadre des assemblées d'actionnaires (AGO ou AGE). Ce type de contrôle se trouve néanmoins pondéré et limité par le pourcentage d'actions détenues, qui n'avantage souvent pas les salariés actionnaires. Desbrières (1997 ; p.406) souligne ainsi que « ... *leur statut d'actionnaires leur donne un droit d'information et favorise les échanges d'informations avec les actionnaires externes réunis en AG. Cette confrontation des différentes sources d'informations limite la propension des dirigeants à adopter un comportement opportuniste... Les employés actionnaires ont la possibilité d'exercer un contrôle actif...même s'ils ne disposent pas d'une minorité de blocage, ils peuvent créer ou rejoindre une coalition visant à contrer les décisions émanant de la majorité* ».
- Via leur représentation auprès des organes de contrôle. La loi française permet aux salariés actionnaires de plus de 3% (Loi Fabius, 2001) de la société qui les emploie de bénéficier d'une surreprésentation au sein du conseil par un administrateur ou deux. Desbrières (1997 ; p.403) soutient cependant que la présence des salariés au conseil ne représente pas en elle-même une garantie d'une meilleure gestion des dirigeants et de l'alignement des intérêts des actionnaires et des salariés sur ceux des dirigeants. En effet, « ...*il n'est pas certain que l'information, dont les employés vont bénéficier en tant qu'administrateur, soit appréciée de*

manière adéquate ou ne soit pas détournée, utilisée, de manière à influencer les transactions afin de satisfaire des intérêts propres aux employés administrateurs, à l'ensemble des employés, à la concurrence...».

Profitant du cumul des deux statuts, ces acteurs bénéficient des avantages informationnels grâce à leur proximité physique avec le top management, les actionnaires et leurs représentants auprès des organes de contrôle. Cette proximité représente-t-elle pour autant le gage d'un meilleur contrôle des dirigeants ? Ou incarne-t-elle le moyen d'augmenter la dépendance des salariés actionnaires envers les dirigeants ?

1.2. L'ACTIONNARIAT SALARIE COMME LEVIER D'ENRACINEMENT

Certains travaux (Park et Song, 1995 ; Desbrières, 1997) relèvent que l'actionnariat salarié est à même de favoriser l'enracinement des dirigeants. Hirigoyen (1997) précise que cet enracinement est d'autant plus facilité que le degré d'indépendance des salariés actionnaires à l'égard du dirigeant est faible.

Les dirigeants peuvent faire appel à différentes modalités d'enracinement (Paquerot, 1996, 1997 ; Pichard-Stamford, 1998). Ils peuvent ainsi utiliser les contrats implicites afin de rallier certains acteurs à « leur propre cause » et éviter par conséquent de subir certains mécanismes de contrôle. Grâce à sa position stratégique, le dirigeant a la possibilité d'établir des contrats avec les différentes parties prenantes, notamment les salariés, qui vont lui permettre d'augmenter son enracinement (Paquerot, 1996). Les *contrats implicites* cédés par les dirigeants aux différents partenaires de la firme sont plus difficiles à contrôler par les actionnaires et le conseil d'administration. En effet, comme leur nom l'indique, « *ce sont des accords qui ne revêtent pas une forme légale mais qui lient les parties en ce qui concerne leurs comportements respectifs* » (Milgrom et Roberts, 1997). Ces contrats revêtent un caractère informel et ne sont connus que par les parties concernées, c'est ce qui les rend difficilement contrôlables. Ils peuvent par conséquent servir à « entretenir » la dépendance des salariés envers les dirigeants.

En dépit de ses effets positifs sur la productivité ou sur la baisse du « turnover » des employés... (Ryterband, 1991), l'actionnariat salarié peut être considéré comme un moyen de défense anti-OPA (Beatty, 1994; Manoocheri et Jizba, 1990; Scholes et Wolfson, 1990).

Park et Song (1995) montrent que la fréquence d'utilisation des dispositifs anti-OPA baisse significativement après la création d'un ESOP; Ce qui tend à confirmer son utilisation en tant que mécanisme de prévention contre les tentatives de prises de contrôle hostiles.

Caby et Hirigoyen (2001) affirment que les défenses anti-OPA sont censées favoriser l'enracinement des dirigeants dans la mesure où les OPA induisent souvent la révocation des dirigeants. Les réactions du marché financier (Chang, 1990 ; Dhillon et Ramirez, 1994) montrent que les plans d'actionnariat salarié sont perçus comme étant un mécanisme d'enracinement managérial quand ils sont adoptés dans le cadre d'une prévision anti-prise de contrôle. Gordon et Pound (1990) soutiennent que les managers peuvent mobiliser les actions des salariés, afin d'augmenter l'actionnariat interne et de ce fait se protéger contre les changements non désirés au niveau de la structure de contrôle de la firme.

Prenant acte d'une part de l'hypothèse de dépendance des salariés actionnaires envers les dirigeants (Gamble, 2000) et de l'enracinement potentiel des dirigeants via l'actionnariat salarié, et d'autre part de l'inexistence, à notre connaissance, de travaux empiriques français sur ce sujet, nous nous proposons de tester l'hypothèse 1, selon laquelle :

Hypothèse 1: *Le pourcentage d'actions détenues par les actionnaires salariés favorise l'enracinement des dirigeants.*

L'analyse explicative de l'hypothèse émise 1 sera l'occasion d'intégrer l'influence potentielle du seuil de détention et des aspects managériaux de l'actionnariat salarié sur la nature de la relation entre actionnariat salarié et enracinement dirigeant.

✎ Les droits accordés aux salariés actionnaires sont dépendants du seuil de détention des actions, notamment le seuil de 3% quant à leur droit à une surreprésentation au conseil et le seuil de 5% quant à l'acquisition de certains droits spécifiques² ; le seuil de 5% peut ainsi accorder un contre-pouvoir à ses détenteurs. Couret (2002) précise que ce contre pouvoir est alloué grâce à l'octroi de droits critiques d'une part « directs », à travers l'exercice collectif de l'action sociale en responsabilité contre les dirigeants, et d'autre part « intermédiés »; Il s'agit alors de droits

² Desbrières (2002 ; p.264) précise ainsi qu' « en droit français...des droits spécifiques sont données aux actionnaires représentant au moins 5% du capital : Interrogation par écrit, deux fois par exercice, du président du

exercés par l'intermédiaire d'un juge. Nous étudierons, par conséquent dans le cadre de l'analyse explicative, **l'existence éventuelle d'un seuil de détention** au-delà et/ou en dessous duquel la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants change de nature.

☞ Parallèlement à la recherche d'un seuil de détention des actions, nous étudions aussi **l'influence éventuelle de la forme de détention des actions** sur la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants. Ainsi, une détention à travers un fonds commun de placement ou un plan d'épargne entreprise peut-elle poser le problème d'une collusion entre le mandataire du fonds et le dirigeant de l'entreprise (Desbrières, 2002). Une détention au nominatif serait, en revanche, plus à même de permettre aux salariés actionnaires d'user d'une certaine liberté de gestion de leurs droits. La prise en compte des aspects managériaux de l'actionnariat salarié nous permettra, à notre sens, de mieux cerner les différences entre la gestion individuelle et la gestion collective des droits des salariés actionnaires dans le cadre de l'enracinement des dirigeants via l'actionnariat salarié.

1.3. INFLUENCE « MEDIATRICE » DU CONSEIL D'ADMINISTRATION (CA) ET/OU DE SURVEILLANCE (CS) SUR LA NATURE DU LIEN ENTRE L'ACTIONNARIAT SALARIE ET L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Entendant étudier la nature de la relation entre l'actionnariat salarié dans le cadre d'une perspective systémique prenant acte de l'interdépendance entre les mécanismes de contrôle (Agrawal et Knoeber, 1996), nous examinons ci après le rôle joué par le conseil d'administration /ou de surveillance dans le cadre de la relation principale étudiée.

Desbrières (2002 ; p.263) précise que « *le développement de l'actionnariat permet aux salariés de participer aux assemblées générales (AG) d'actionnaires et peut les conduire à siéger au conseil d'administration (CA) ou de surveillance (CS)* ». Il nous paraît alors important d'étudier la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants en intégrant le rôle joué par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance.

De nombreuses recherches (Mizruchi, 1983 ; Vance, 1983 ; Franks et Mayer, 1992 ; Westpahl et Zajac, 1995) ont traité de l'efficacité des deux formes d'administration et de surveillance. Certaines accordent un rôle important et central au dirigeant au sein du conseil d'administration

CA ou du directoire sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation ; obtention par décision de justice d'un expert chargé de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion ».

et remettent en cause l'efficacité du contrôle du CA et son indépendance au dirigeant (Mizruchi, 1983). D'autres (Godard, 1998) cependant statuent sur l'abandon, dans le cadre du CS, d'une source de contrôle importante (l'information) due à la suppression de la surveillance mutuelle entre dirigeants au conseil.

Dedman (2000) observe que la probabilité de dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général baisse au fur et à mesure que l'enracinement des dirigeants augmente. S'agit-il pour autant de considérer la séparation entre ces fonctions, particulièrement dans le cadre du CS, comme le gage d'un contrôle efficace des dirigeants et un évitement certain de leur enracinement ? Nous nous proposons donc d'étudier l'influence de la forme du conseil sur la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants. Nous émettons alors l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : Le conseil de surveillance est à même d'empêcher l'enracinement des dirigeants via l'actionnariat salarié, contrairement au conseil d'administration.

L'analyse de l'efficacité du contrôle des dirigeants par le conseil d'administration ou de surveillance a permis de soulever l'importance notamment de la taille du conseil. Jensen (1993) préconise ainsi l'adoption d'un conseil d'administration de taille réduite. Un tel conseil présente, certes, le désavantage de limiter les expertises présentes mais permet cependant d'éviter les conflits potentiels, la probabilité d'existence de passagers clandestins, de réduire les coûts et de faciliter la prise de décision (Ginglinger, 2002). En effet, « *au fur et à mesure qu'un groupe s'accroît, il devient moins efficace en raison des problèmes d'organisation qui en viennent à surpasser les avantages que l'on pourrait retirer de la variété des compétences disponibles* » (Caby et Hirigoyen, 2001 ; p.150). La taille du conseil peut être retenue par conséquent comme un indicateur de l'(in)efficacité du contrôle exercé sur les dirigeants. En pratique, « *quand la taille du conseil tend à devenir importante, les problèmes d'agence augmentent et le CA connaît plus de conflits internes ouvrant la porte à plus d'influence et de manipulations de la part du directeur général* » (Boujenoui et al., 2004 ; p.102).

Prenant acte du droit à la surreprésentation, dont peuvent bénéficier les salariés actionnaires, au sein du CA ou du CS et de l'augmentation de la taille du conseil qui en découle, nous émettons l'hypothèse H3 qui **soutient l'influence médiatrice de la taille du conseil**.

Hypothèse 3 : Plus l'actionnariat salarié augmente, plus la taille du conseil s'accroît, et plus le dirigeant est enraciné.

2. ANALYSE EMPIRIQUE

Nous présentons dans un premier temps la méthodologie de recherche retenue. Puis, dans un second temps, nous exposons une synthèse des principaux résultats issus de l'analyse explicative des hypothèses théoriques émises ci avant.

2.1. LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE

Afin de tester l'ensemble des hypothèses théoriques, nous avons adopté, dans le cadre de la phase exploratoire, une première approche de nature qualitative (paragraphe 1) en complément de notre démarche hypothético-déductive basée sur une approche quantitative (paragraphe 2).

2.1.1. Approche qualitative

L'étude exploratoire constitue un préalable à l'approche quantitative, dans la mesure où elle permet de se familiariser avec le problème de l'étude, d'identifier les hypothèses de travail, d'explorer les attitudes et de comprendre les comportements (Evrard et *al.*, 2003). Cette phase a été l'occasion d'une part d'identifier les hypothèses de travail, notamment celles concernant les opportunités et les contraintes empiriques. Elle nous a conduit d'autre part à mettre en évidence des informations en rapport avec les comportements des dirigeants et la gestion de l'actionnariat salarié. Ces informations concernent précisément les aspects managériaux de l'actionnariat salarié.

La phase exploratoire s'est donc fondée sur des entretiens semi-directifs centrés avec des acteurs particulièrement concernés par l'actionnariat salarié. Ces entretiens constituant la principale source de données recueillies lors de cette phase, le choix des acteurs se devait d'être judicieux. Evrard et *al.* (2003 ; p.81) précisent ainsi qu'une étude exploratoire qualitative peut s'appuyer sur

des entretiens avec « *des experts connaissant particulièrement bien le problème ou le domaine en question* ». Nous avons ainsi réalisé des entretiens, régis par un guide d'entretien, avec des *présidents d'associations d'actionnaires salariés* de grands groupes français. Ces présidents (au nombre de cinq³) représentent à notre sens une intéressante et enrichissante source d'information dans la mesure où :

- Ils sont d'une part eux-mêmes actionnaires salariés de leur groupe, donc à même de nous éclairer sur les attentes et les droits dont bénéficient les salariés actionnaires.
- D'autre part, en tant que présidents d'associations reconnus notamment par les entreprises, ils sont en contact direct avec les présidents des entreprises. A travers leurs statuts, ils peuvent ainsi nous informer sur les attitudes de la direction quant aux droits revendiqués.

La retranscription des entretiens réalisés a par conséquent été source d'informations enrichissantes. Ces informations, concernant des aspects tels que la gestion de l'actionnariat salarié et des droits qui lui sont conférés, seront exposées sous forme de « *verbatim* », afin de justifier certains résultats.

2.1.2. Démarche quantitative : *Echantillon, méthode statistique et mesure des variables*

L'échantillon moyen comprend 167 entreprises françaises cotées ayant un actionnariat salarié en 2002. Les hypothèses sont testées à partir d'un modèle LOGIT. Dans la mesure où la régression logistique s'applique aux variables qualitatives (à deux classes), nous avons « binarisé » les variables à expliquer de nature quantitative. Précisons par ailleurs que l'ensemble des modèles statistiques présentés ont été pondérés par la variable *taille* correspondant au logarithme de l'effectif total des employés. Cette pondération présente ainsi l'avantage de prendre notamment en compte l'importance des entreprises en fonction de leur taille. Les variables de contrôle ont été introduites en fonction de différents critères, notamment : de leur colinéarité avec les autres variables de contrôle et les variables explicatives et de leur contribution dans l'amélioration de la qualité des estimateurs, du critère d'AKAIKE (noté AIC) et du test de Wald (la validité du modèle est vérifiée lorsque le test de Wald est significatif au seuil de 1%).

³ Evrard et al. (2003 ; p.105) soulignent ainsi l'utilité d'opter pour un échantillon de taille réduite n'ayant « *...aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme* » et répondant « *à des critères de pertinence* ».

S'agissant des mesures adoptées pour les variables à expliquer et explicatives :

L'enracinement des dirigeants est mesuré au moyen de trois indicateurs : (1) par le cumul des mandats de dirigeant et de président du conseil (CUMMAND), (2) par le dépassement de l'âge légal de la retraite [60 ans] (DIRAGE) et (3) par l'ancienneté au poste de PDG ou de président du directoire (DIRAGEPOSTE) binarisé au seuil de 8⁴.

L'actionnariat salarié, principale variable explicative de l'enracinement des dirigeants, est représentée par un ensemble d'indicateurs. Contrairement à l'enracinement des dirigeants, l'actionnariat des salariés est une donnée quantifiée. Elle est alors mesurée par (1) le pourcentage d'actions détenues par les salariés actionnaires, (2) et la forme de l'actionnariat salarié (au nominatif, détention à travers un FCP ou un PEE, détention multiforme) afin de tenir compte des aspects managériaux de l'actionnariat salarié.

La prise en compte *des variables de contrôle* se justifie principalement par le fait qu'elles peuvent conditionner et/ou expliquer les comportements des entreprises dans les choix stratégiques opérés. Ainsi, selon D'Arcimoles et Trébucq (2003) certaines variables peuvent être associées à la présence d'un actionnariat salarié. Ainsi, les variables de contrôle suivantes ont-elles été utilisées : (1)- La **taille de l'entreprise** est appréhendée au moyen de deux mesures : par le logarithme de l'actif total (TAILESE) et par le logarithme de l'effectif total (taille) des employés. Une taille importante des firmes suppose une complexité croissante des rouages de la firme qui est à même de favoriser l'enracinement des dirigeants (Finet et Labelle, 2004). (2) L'**ancienneté de la cotation** semble négativement corrélée à la présence d'un actionnariat salarié (D'Arcimoles et Trébucq, 2003). L'**âge de l'entreprise** a aussi été intégré en tant que variable de contrôle, dans la mesure où, l'âge reflétant l'« expérience » et la réputation de l'entreprise, il pourrait conditionner l'adoption de l'actionnariat salarié. (3) La **rentabilité financière** : mesuré le par le ratio résultat net divisé par les capitaux propres. (4) **Le nombre de mandats d'administrateurs cumulés** (NBRMANDAD_) peut permettre d'accroître l'avantage informationnel des dirigeants (Paquerot, 1996) et de multiplier la réciprocité des liens interconseils et de neutraliser les rapports de pouvoir avec les administrateurs (Pichard-Stamford, 1997).

⁴ La moyenne de l'ancienneté des dirigeants à leur poste étant de 7.867257, nous avons retenu 8 comme seuil de binarisation.

2.2 SYNTHÈSE DES RESULTATS

Les tests statistiques des hypothèses théoriques réalisés au moyen du logiciel SAS (9.0), nous ont éclairés quant à la nature et aux caractéristiques de la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants.

2.2.1. Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants : nature de la relation

Le tableau 1 reprend les principaux apports des tests explicatifs de l'hypothèse 1. Rappelons que ces tests comprennent trois étapes d'analyse : (1) test du lien, (2) test de ce lien en fonction d'un seuil de détention des actions. Cette étape cherche ainsi à étudier l'éventuelle modification d'influence de l'actionnariat salarié sur l'enracinement des dirigeants en fonction du seuil de détention de 5%⁵ et (3) test de ce lien en fonction de la forme de détention des actions (FORMEACSA).

Tableau 1 : Récapitulatif des résultats des tests de l'hypothèse 1

		Variable explicative				
		Pourcentage des actions des salariés actionnaires				
Variables à expliquer	Étapes d'analyse →	1ère	2ème		3ème	
		Actionnariat Salarié	Si le pourcentage est		Si la détention est de nature	
			≤5%	>5%	Indirecte	Multiforme
	Cumul des mandats de dirigeant et de président du CA CUMMAND	++ [n=125]	++ [n=54]	+++ [n=18]	++ [n=54]	++++ [n=16]
	Age du dirigeant DIRAGE	0 [n=104]	0 [n=84]	-* [n=20]	0 [n=47]	-*** [n=19]
	Ancienneté du dirigeant au poste de PDG ou de président du directoire DIRAGEPOSTE	++ [n=58]	0 [n=42]	+++ [n=16]	+++ [n=41]	n.s. [n=20]
(+) et (-) correspondent au sens de l'influence de la variable explicative sur la variable dépendante. 0.= influence non significative. *, **, *** et a : significativité au seuil de 0.01%, 1%, 5% et 10%. n.s.: indique que la statistique de Wald n'est pas significative. CUMMAND : cumul des mandats de dirigeant et de président du CA ; DIRAGE : âge du dirigeant ; DIRAGEPOSTE : ancienneté du dirigeant à son poste.						

Compte tenu des résultats principaux résumés dans le tableau 1, nous notons que le pourcentage des actions détenues par les salariés actionnaires soutient l'enracinement des dirigeants en favorisant :

⁵ Le seuil de 5% semble être le seul à pouvoir partager le groupe d'observations sous forme de deux classes ayant chacune des tendances différentes.

- Le cumul des mandats de dirigeant et de président du conseil ;
- L'ancienneté du dirigeant dans le poste, si le pourcentage d'actions détenues est supérieur à 5% du capital.

En premier lieu, **il semble ainsi que quel que soit le seuil de détention des salariés actionnaires, leurs actions permettent au dirigeant de justifier le cumul des fonctions de contrôle et de gestion de la firme.** Que les droits des salariés actionnaires soient gérés par un mandataire représentant le fonds commun de placement ou d'une manière nominative, ils semblent favoriser le cumul des mandats par le dirigeant. Ce lien peut se justifier par l'éventuelle collusion entre mandataire ou salariés actionnaires et dirigeant (Desbrières, 2002). De plus, même en cas de non-collusion entre mandataire ou salariés actionnaires et dirigeant, il n'est pas certain que ces premiers pourront siéger au conseil d'administration ou aux assemblées générales. C'est ainsi qu'un président d'une association des salariés actionnaires nous a précisés :

« ...je suis persuadé que cette nouvelle loi qui arrive sur l'administrateur au Conseil, ça ne va pas leur plaire vraiment ! On le sait nous en tant que syndicat, ' le conseil d'administration se fait avant le conseil d'administration, les gars de la CGT par rapport à combien de milliards d'euros, vous vous doutez bien qu'on ne va pas tout lui dire [...]. On fait une réunion l'avant veille, on va dire ça et on manipule les gens... » Groupe Louis PASTEUR

En deuxième lieu, le dépassement de l'âge légal de la retraite ne paraît pas être influencé par le pourcentage des actions des salariés actionnaires, quand il est inférieur au seuil de 5%, contrairement aux prédictions de l'hypothèse 1. Néanmoins, il semble que lorsque ce pourcentage est supérieur au seuil de 5% du capital (n=20), l'actionnariat des salariés influence négativement le dépassement de l'âge légal de la retraite ; ce qui sous-entend qu'au-delà de ce seuil l'actionnariat salarié agit tel un mécanisme de contrôle des dirigeants French (1985). La détention d'une minorité de blocage accorde ainsi aux salariés actionnaires une influence déterminante sur l'enracinement des dirigeants ; le seuil de 5% « *rend plus recevables les demandes des minoritaires* » (Couret, 2002; p.384).

En troisième lieu, l'ancienneté du dirigeant dans le poste est favorisée par la détention d'actions de l'entreprise par des salariés actionnaires. Cette influence dépend néanmoins du pourcentage de détention des actions. **En effet, seules les actions détenues au-delà de 5% influence positivement l'ancienneté du dirigeant.** En dessous de ce seuil, l'actionnariat des salariés n'explique pas l'ancienneté du dirigeant. L'ancienneté du dirigeant à son poste reflète d'une part

son expérience de l'entreprise et permet d'autre part de consolider son pouvoir de négociation face aux actionnaires (Pigé, 1998). Grâce à une plus grande maîtrise des rouages et des relations informelles notamment avec les salariés actionnaires, le dirigeant accroît sa légitimité interne dans l'entreprise. **Les salariés actionnaires détenant un bloc d'actions peuvent par conséquent favoriser le rallongement de sa durée de fonction de PDG ou de président du directoire.**

Notons en outre, que seules les actions détenues à travers un fonds commun de placement ou un plan d'épargne entreprise influence positivement l'enracinement des dirigeants, notamment en ce qui concerne le cumul des mandats et l'ancienneté dans le poste. Ce lien est probablement dû au fait que les salariés actionnaires ne jouissent d'aucune liberté quant à la gestion de leurs actions dans ce cas :

« ... moi je sais que j'ai mis une bonne partie de mes économies dans le fonds !... et c'est quelqu'un qui me représente et que je n'ai pas élu et qui vote pour moi en assemblée générale !... » Groupe Charles BOURSEUL.

En effet, « *le droit de participer aux assemblées générales... sont exercés par un mandataire qui représente le fonds à l'égard des tiers* » (Desbrières, 2002 ; p.268). L'influence de l'actionnariat 'indirect' étant favorable à l'enracinement des dirigeants, il est probable que les **gestionnaires des fonds œuvrent dans ce cas dans le sens des intérêts des dirigeants**. Toutefois, la détention multiforme des actions ne semble pas favoriser l'enracinement des dirigeants, exception faite du cumul des mandats. La gestion individuelle des actions par leurs détenteurs ne semble *a priori* pas avoir d'influence sur l'enracinement du dirigeant quant à sa durée de mandat. Elle paraît cependant en mesure de contrôler des dirigeants, en défavorisant le dépassement de l'âge légal de la retraite.

L'ensemble des résultats confirme la possibilité pour le dirigeant de soutenir son enracinement à travers l'actionnariat salarié (Gordon et Pound, 1990, Gamble 2000 ; Desbrières, 1997, 2002). Le dirigeant profitant du plus grand pouvoir individuel d'influence à l'intérieur de la firme (Mintzberg, 1983) se base sur l'actionnariat des salariés afin de s'enraciner ; les salariés actionnaires sont généralement dépourvus de pouvoir d'influence et de libertés quant à la gestion de leurs droits. C'est ainsi que même la possibilité, pour les salariés actionnaires de bénéficier

d'un représentant au sein du conseil d'administration ou de surveillance, se trouve parfois non respectée :

« Si vous imposez à un patron... C'est pas les administrateurs qui vont dicter la loi à un président... on ne peut pas obliger un patron à vivre avec un représentant des actionnaires salariés... »Groupe Charles BOURSEUL.

« ... Et puis il y a autre chose à laquelle il faut penser, nos associations regroupent des salariés et des anciens salariés actionnaires, or il semblerait que pour pouvoir faire monter au CA ou CS nos représentants, il faut être salarié actif, or nous le savons bien qui est vraiment actionnaire de l'entreprise, ceux qui en fin de carrière ont pu économiser (vers l'âge de 45 ans) ! Près de 75% de nos adhérents sont à la retraite ! » Groupe Louis PASTEUR

2.2.2. Influence médiatrice du conseil d'administration ou de surveillance

Nous présentons en premier lieu les résultats des tests explicatifs de l'hypothèse 2. Nous exposons en second lieu les résultats relatifs aux tests de l'hypothèse 3.

L'analyse de **l'hypothèse 2** comprend l'étude de l'influence de la forme juridique du contrôle (CA ou CS) sur la nature de la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants.

Tableaux 2 et 3 : Relation entre actionnariat salarié et enracinement des dirigeants : une comparaison selon la forme juridique

Quand la forme correspond au	Var. Explicatives Var. à expliquer	ACTSAL02	AGEESE	N	Test de Wald (hypothèse nulle)	R ²	R ² ajusté
CA	Prob(âge=1)	-5.0553 (p= 0.0619)	0.00888 (p <0.0001)	68	29.9637 ddl :2 (p <0.0001)	0.3991	0.3991
CS	Prob(âge=1)	-30.5827 (p = 0.0347)	0.0195 (p= 0.0011)	27	11.5535 ddl :2 (p= 0.0031)	0.4161	0.4161

Prob(âge=1)=Prob(DIRAGE≥60). Les deux modèles sont pondérés par la variable « taille » qui correspond au logarithme de l'effectif total des salariés.

Quand la forme correspond au	Var. Explicatives Var. à expliquer	ACTSAL02	AGEESE	N	Test de Wald (hypothèse nulle)	R ²	R ² ajusté
CA	Prob(TENURE=1)	4.5672 (p=0.0443)	0.00671 (p <0.0001)	78	30.0742 ddl :2 (p <0.0001)	0.4038	0.4038
CS	Prob(TENURE=1)	-841.2 (p <0.0001)	0.1159 (p <0.0001)	19	18.4776 ddl :2 (p <0.0001)	0.9980	0.9981

Prob(TENURE=1)=Prob(DIRAGEPOSTE>8). Les deux modèles sont pondérés par la variable « taille » qui correspond au logarithme de l'effectif total des salariés.

D'après les résultats reportés dans les tableaux 2 et 3, nous notons que :

- En présence d'un conseil d'administration, l'actionnariat salarié favorise l'ancienneté du dirigeant à son poste (β : 4.5672, significatif au seuil de 5%) mais n'a cependant pas d'influence significative sur le dépassement de l'âge de retraite (significatif au seuil de 10%).
- En présence d'un conseil de surveillance, l'actionnariat salarié défavorise le dépassement de l'âge légal de la retraite par le dirigeant (β : -30.5827, significatif au seuil de 5%) ainsi que son ancienneté dans le poste (β : -841.2, significatif au seuil de 0.01%). Notons cependant que ce dernier résultat porte sur un nombre limité d'observations (n=19).

Le conseil d'administration paraît ainsi favoriser l'enracinement des dirigeants *via* l'actionnariat salarié contrairement au conseil de surveillance. Ce qui corrobore *a priori* l'hypothèse 2 en soutenant que l'actionnariat salarié, dans le cadre des entreprises à CA, soutient l'enracinement des dirigeants contrairement aux entreprises à CS.

« ...Vous savez que le conseil d'administration en France n'est rien, il n'y a que le dirigeant, le PDG ; aux Etats unis ce sont les administrateurs qui démissionnent le président et en France c'est le dirigeant qui démissionne les administrateurs...c'est que le dirigeant qui décide, son conseil d'administration c'est qu'une chambre d'enregistrement et c'est un dieu sur terre le président aujourd'hui c'est lui qui décide ou pas, appuyé par ses administrateurs au CA éventuellement ...» Groupe PASTEUR

L'analyse explicative de **l'hypothèse 3** s'est fondée sur les tests⁶ de médiation issus des travaux de Baron et Kenny (1986), de MacKinnon et Dwyer (1993) et des préconisations de Darpy (2003). Le tableau 4 présente les résultats issus de l'analyse de la médiation par la taille du conseil (TAILCON) sur la relation entre l'actionnariat salarié (ACTSAL) et le cumul des mandats (CUMMAND).

⁶ Prim-Allaz (2003) note qu'une variable médiatrice M intervient dans la relation entre une variable indépendante X et une variable dépendante Y en servant de « point de passage ». Il s'agit d'établir les régressions suivantes : (1) Variable médiatrice $M = \alpha * X + b$; α doit être significatif/ (2) Variable indépendante $Y = t * X + b'$; t doit être significatif/ (3) Variable dépendante $Y = t' * X + \beta * Z + c$; t' et β doivent être significatif. Si ces trois conditions sont réunies, l'effet t doit être plus important que t'. Précisons que compte tenu de ces étapes, nous n'étudions pas la médiation opérée par la taille du conseil dans le cadre de la relation entre l'actionnariat salarié et le dépassement de l'âge légal de la retraite. En effet, selon les résultats de l'hypothèse 1, il n'y a pas de lien entre ces deux variables.

Tableau 4: Test de la médiation entre CUMMAND et ACTSAL par la taille du conseil

Var. Explicatives Var. à expliquer	ACTSAL	TAILCON	RENFIN02*	N	Test de Wald (hypothèse nulle)	R ²	R ² ajusté
TAILCON Prob (gdetaille=1) =Prob (TAILCON>=8)**	$\alpha = 15.5962$ ($p < 0.0001$)		-0.0161 ($p : 0.0134$)	72	24.7754 ddl : 2 ($p < 0.0001$)	0.3574	0.3574
CUMMAND Prob (Cummand=1) =Prob(cumul vérifié)	$t = 30.1638$ ($p < 0.0001$)		0.00393 ($p : 0.4292$)	77	40.6992 ddl : 2 ($p < 0.0001$)	0.5459	0.5460
CUMMAND Prob (Cummand=1) =Prob(cumul vérifié)	$t' = 22.5690$ ($p < 0.0001$)	$\beta = 0.0800$ ($p : 0.0002$)	0.00762 ($p : 0.1375$)	72	50.8535 ddl : 3 ($p < 0.0001$)	0.6154	0.6154
Les trois modèles sont pondérés par taille = log (effectif total). Etat de convergence des modèles est vérifiée. *variable de contrôle : rentabilité financière ; CUMMAND : cumul des mandats ; ACTSAL : pourcentage des actions des salariés actionnaires ; TAILCON : taille du conseil.							

D'après les résultats du tableau 4 et la significativité des estimateurs (α , β , t et t'), la taille du conseil semble vérifier les conditions requises ($t > t'$) et revêt ainsi le rôle d'une variable médiatrice. **Il existe ainsi a priori une relation indirecte entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants (via le cumul des mandats) à travers la médiation par la taille du conseil.**

Le tableau 5 concerne les résultats des tests de médiation de la taille du conseil (TAILCON) sur le lien entre l'actionnariat salarié (ACTSAL) et l'ancienneté du dirigeant à son poste (DIRAGEPOSTE).

Tableau 5: Test de la médiation entre TENURE** et ACTSAL par la taille du conseil

Var. Explicatives Var. à expliquer	ACTSAL	TAILCON	NBRMANDAD_*	N	Test de Wald (hypothèse nulle)	R ²	R ² ajusté
TAILCON Prob (gdetaille=1)= Prob (TAILCON>=8)	$\alpha = 19.0622$ ($p < 0.0001$)		-0.0197 ($p : 0.0021$)	77	36.9470 ddl : 2 ($p < 0.0001$)	0.4706	0.4707
TENURE Prob (TENURE=1)= Prob (DIRAGEPOSTE>8)	$t = 9.9404$ ($p < 0.0001$)		-0.0814 ($p : 0.0022$)	58	23.6516 ddl : 2 ($p < 0.0001$)	0.3756	0.3756
TENURE Prob (TENURE=1)= Prob (DIRAGEPOSTE>8)	$t' = 8.9022$ ($p : 0.0004$)	$\beta = 0.0698$ ($p : 0.0003$)	-0.0815 ($p : 0.0027$)	58	35.4025 ddl : 3 ($p < 0.0001$)	0.5032	0.5032
Les trois modèles sont pondérés par taille = log (effectif total). Etat de convergence des modèles est vérifiée. *variable de contrôle : nombre de mandats d'administrateurs cumulés ; **TENURE correspond au DIRAGEPOSTE (binarisé au seuil de 8) ; ACTSAL : pourcentage des actions des salariés actionnaires ; TAILCON : taille du conseil.							

Le tableau 5 montre, à travers la significativité des estimateurs de la variable explicative (pourcentage des actions des salariés actionnaires) et de la variable médiatrice (taille du conseil) dans les trois modèles, que la condition émise par Baron et Kenny (1986) et MacKinnon et Dwyer (1993) est effectivement respectée ($t > t'$). **Ce résultat confirme la médiation opérée par la taille du conseil dans le soutien de l'enracinement des dirigeants par l'actionnariat salarié.** Notons, en outre, que ce résultat supporte aussi l'idée selon laquelle la taille du conseil influence favorablement l'enracinement des dirigeants. En effet, parmi les conditions émises quant à l'efficacité du contrôle opéré par le conseil d'administration, Jensen (1993), Lipton et Lorsch⁷ (1992) et Cadbury (2002) soulignent l'importance d'une taille réduite du conseil. Ce résultat corrobore ainsi l'inefficacité des conseils d'administration ou de surveillance de grande taille dans le contrôle du dirigeant.

CONCLUSION

L'analyse empirique des hypothèses théoriques de cette recherche a été l'occasion de confirmer, globalement, le soutien de l'enracinement des dirigeants par l'actionnariat salarié et d'apporter plusieurs éclaircissements quant à l'objet de l'étude. Ainsi, avons-nous corroboré les travaux de Gordon et Pound (1990) et Gamble (2000) qui suggèrent que les caractéristiques de l'actionnariat salarié permettent aux dirigeants de maîtriser les mécanismes de contrôle. Ce résultat, confirmé à travers le soutien de l'enracinement des dirigeants lorsque l'actionnariat salarié est de nature indirecte, souligne l'importance des aspects organisationnels de l'actionnariat salarié. Ce résultat nous conduit à relever l'utilité de mieux encadrer ces aspects managériaux de l'actionnariat salarié en accordant plus de liberté quant à la gestion des actions par les salariés. Nous avons en outre observé que plus l'actionnariat salarié est important (supérieur à 5%), et plus les dirigeants sont en mesure de s'enraciner à travers le cumul des mandats et à travers le prolongement de leur ancienneté. Ce dernier constat corrobore l'analyse de Gamble (2000) précisant que l'actionnariat salarié, portant sur de larges blocs d'actions, peut être caractérisé comme un moyen de maîtrise, par les dirigeants, du contrôle de la gestion de la firme.

⁷ Ces auteurs préconisent de limiter la taille du conseil à un maximum de 10 administrateurs. Ce nombre serait alors à même de favoriser l'instauration d'un climat de confiance, de discussions franches et d'augmenter les chances de consensus entre les administrateurs.

L'étude de l'interdépendance entre les mécanismes de contrôle nous a conduit à identifier d'une part une influence médiatrice incarnée par le conseil d'administration ou de surveillance et d'autre part une influence modératrice illustrée par la concentration du capital. Nous avons ainsi observé que le conseil de surveillance est à même d'empêcher l'enracinement des dirigeants via l'actionnariat salarié, contrairement au conseil d'administration. Ce dernier révèle en effet l'inefficacité de son contrôle sur les dirigeants à travers le soutien de l'enracinement des dirigeants via l'actionnariat salarié.

L'analyse de l'influence modératrice de la concentration du capital a été l'occasion de soutenir sa capacité à empêcher l'enracinement des dirigeants via l'actionnariat salarié. Ce résultat corrobore de ce fait les recherches de Denis et *al.* (1997) soutenant l'efficacité du contrôle exercé par la concentration du capital.

Des recherches ultérieures inviteraient à collecter des informations concernant d'autres mécanismes de contrôle ; telles que la politique de diversification ou la politique d'endettement, afin d'en étudier l'interaction avec l'actionnariat salarié tout en tenant compte des hypothèses de substituabilité et de complémentarité entre les différents types de mécanismes disciplinaires (Charreaux et Desbrières, 1998).

En outre Notre recherche ne s'est pas prononcée sur l'influence positive ou négative de l'enracinement des dirigeants via l'actionnariat salarié sur la performance de la firme. Nous pensons qu'une recherche dans ce sens permettrait de confirmer soit l'approche *négative* de l'enracinement des dirigeants (Shleifer et Vishny, 1989 ; Stiglitz et Edlin, 1992 ; Paquerot ; 1997), ou l'approche *positive* de l'enracinement (Castanias et Helfat, 1992; Garvey et Swan, 1994). Les résultats d'une recherche dans ce sens permettraient de prendre parti sur le rôle nuisible ou utile de l'enracinement des dirigeants (Allouche et Amann, 2002).

RÉFÉRENCES

- Alexandre H. et Paquerot M. (2000), « Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, N°2, Juin, p. 5-29.
- Allouche J. et Amann B. (2002), « L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale », *Revue Française de Gestion*, Volume 28, n° 141, novembre /décembre, p. 109 - 130.
- 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, p.5-22.

- 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, p. 1173-1182.
- Bathala C.T. (1996), « Determinants of managerial stock ownership: the case of CEOs », *The Financial Review*, Vol.31, February, p. 127-147.
- Baumard P. et Ibert J. (2003), « Quelles approches avec quelles données ? », *In Méthodes de Recherche en Management*, Coord. R.A. Thiétart, p.82-103.
- Boatright J. R. (2004), « Employee Governance and the Ownership of the Firm », *Business Ethics Quarterly*, Vol.14, Issue 1, p. 1-21.
- Booth J.R., Millon Cornett M. et Tehranian H. (2002), « Boards of Directors, ownership and regulation », *Journal of Banking and Finance*, Vol.26, p.1973-1996.
- Boujenoui A., Bozec R. et Zeghal D. (2004), « Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'Etat au Canada », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.7, n°2, juin, p.95-122.
- Burkhart M., Gromb D. et Panunzi F. (1997), « Large shareholders, monitoring and the value of the firm », *Quarterly Journal of Economics*, vol.112, p.693-728.
- Caby J. et Hirigoyen G. (2001), *La création de valeur de l'entreprise*, 2^e édition, Ed. Economica.
- Cadbury A. (2002), *Corporate Governance Chairmanship: a personal view*, Oxford University Press.
- Castanias R.P. et Helfat C.E. (1992), « Managerial and Windfall Rents in the Market of Corporate Control », *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 18, p. 153-184.
- Chang S. et Mayers D. (1992), « Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence from Employee Stock Ownership Plans », *Journal of Financial Economics* (Août), p.103-131.
- Chang S. (1990), « Employee stock ownership plans and shareholder wealth: an empirical investigation », *Financial Management*, n°19, Vol.1, p.48-58.
- Charreaux G. (1997), « Modes de contrôle des dirigeants et performances des firmes », dans *Le Gouvernement des Entreprises ; Corporate Governance théories et faits*, Charreaux G. éd, Economica, p.17-54.
- Charreaux G. et Desbrières Ph. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, n°2, juin, p.57-88.
- Couret A. (2002), « L'évolution du cadre juridique », *Revue Française de Gestion*, Vol.28, novembre/décembre, p.377-395.
- Darpy D. (2003), « Comment mettre en évidence un effet médiateur ? », dans *Market: études et recherches en marketing*, Evrard Y., Pras B. et Roux E., 3^{ed} édition, Paris : Dunod.
- Dedman E. (2000), « An investigation into the determinants of UK Board Structure before and after Cadbury », *Corporate Governance*, Vol.8, n°2, Avril, p.133-153.
- Denis D.J., Denis D.K. et Sarin A. (1997), « Agency Problems, Equity ownership, and corporate diversification », *The Journal of Finance*, Vol.LII, n°1, march, p.135-160.
- 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. (1997), « Le rôle de l'actionnariat des salariés non dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », *In Le Gouvernement des Entreprises*, G. Charreaux éd., Ed. Economica, p. 397-417.
- Desbrières Ph. (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, Vol.28, n°141, novembre/décembre, p.255-281.

- Dhillon U.S. et Ramirez G.G. (1994), « Employee stock ownership and corporate control: an empirical study », *Journal of Banking and Finance*, n°18, p.9-26.
- Dondi J. (1992), *Contribution à la connaissance de l'actionnariat salarié : approche théorique et empirique*, Thèse de doctorat, Université de Bordeaux IV.
- Fama E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, 88, p. 288-307.
- French J.L. (1987), « Employee perspectives on stock ownership: Financial investment or mechanism of control? », *Academy of Management Review*, 12(3), p.427-435.
- Galbraith J.K. (2004), *Les mensonges de l'économie*, essai, éd. Grasset.
- Gamble J.E. (2000), « Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration », *Journal of Business Venturing*, Vol.15, Issues 5-6, Septembre -Novembre, p.433-447.
- Ghoshal S. et Moran P. (1996), « Bad for Practice: A critique of the transaction cost theory », *The Academy of Management Review*, Vol.21, n°1, January, p.13-47.
- Ginglinger E. (2002), « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue Française de Gestion*, Vol.28, n°141, novembre/ décembre, p.37-55.
- Godard L. (1996), « Conseil d'administration, Stratégie et Performance Financière », *Actes des XIIIèmes Journées Nationales des IAE*, Toulouse, Tome 1, p.158-174.
- Godard L. (1998), « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, n°4, décembre, p.39-61.
- Gordon L. et Pound J. (1990), « ESOPs and corporate control », *Journal of Financial Economics*, 27, p.525-555.
- Hirigoyen G. (1997), « Salariés actionnaires : le capital sans le pouvoir ? », dans *Pouvoir et Gestion, collection Histoire- Gestion- Organisation*, n°5, Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, p. 377-399.
- Isagawa N. (2002), « Callable convertible debt under managerial entrenchment », *Journal of Corporate Finance* (8), p. 255-270.
- Jensen M. (1993), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n°3, p. 831-880.
- Lee J.T. (2004), « Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.7, n°4, décembre, p.143-166.
- Lipton M. et Lorsch J.W. (1992), « A modest proposal for improved corporate governance », *The Business Lawyer*, Vol.48, n°3, p.59-77.
- Maati J. (1999), *Le gouvernement d'entreprise*, Ed. De Boeck Université.
- MacKinnon D.P. et Dwyer J.H. (1993), « Estimating mediated effects in prevention studies », *Evaluation Review*, Vol.17, n°2, April, p.144-158.
- Manoocheri G.H. et Jizba B. (1990), « How to use ESOPs as an effective Tool in Corporate Startegy », *Journal of Compensation and Benefits*, 4, p. 272-277.
- Marois B. et Bompont P. (2004), *Gouvernement d'entreprise et Communication financière*, éd. Economica.
- Milgrom P. et Roberts J. (1997), *Economie, Organisation et Management*, PUG.
- Mintzberg H. (1986), *Le pouvoir dans les organisations*, Les éditions d'organisation, Paris.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1990). « Do managerial objectives drive bad acquisitions? », *Journal of Finance*, 45, p.31-48.
- Paquerot M. (1996), « L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de Gestion*, novembre/décembre, n°111.

- Paquerot M. (1996), *Stratégies d'Enracinement des Dirigeants et Prises de Contrôle d'Entreprises*, Thèse de Doctorat, Université de Bourgogne.
- Paquerot M. (1997), « Stratégies 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.
- Paquerot M. et Mtanios R. (1999), « Structure de 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, p. 157-179.
- Park S. et Song M.H. (1995), « Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders », *Financial Management*, Vol.24, n°4, Hiver, p. 52-65.
- Parrat F. (1999), *Le Gouvernement d'Entreprise : ce qui a déjà changé ce qui va encore évoluer*, Ed. Maxima.
- Peasnell K.V., Pope P.F. et Young S. (2003), « Managerial equity ownership and the demand for outside directors », *European Financial Management*, Vol.9, n°2, p.231-250.
- Pichard-Stamford J. P. (1998), « La légitimation du dirigeant par le réseau des administrateurs », dans *Actes des XIV journées nationales des IAE*, Nantes, p.-389-407.
- Pigé B. (1998), « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, n°3, septembre, p.131-158.
- Prim-Allaz I. (2003), « Qu'est ce qu'un effet médiateur », dans *Market: études et recherches en marketing*, Evrard Y., Pras B. et Roux E., 3éd édition, Paris : Dunod.
- Pugh W. N., Jahera J. S. et Oswald S. (1999), « ESOPs, Takeover Protection, and Coporate Decision-Making », *Journal of Economics and Finance*, Vol.23, n°2, p. 170-185.
- Ryterband D.J. (1991), « The Decision to implement an ESOP: Strategies and Economic Considerations », *Employee Benefits Journal*, décembre 16, p. 19-25.
- Scholes M. S. et Wolfson M. A. (1990), « Employee Stock Ownership Plan and Corporate Restructuring: Myths and Reality », *Financial Management*, 9, p. 12-28.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1989). «Management Entrenchment: the case of managers specific investments», *Journal of Financial Economics*, 25, p.123-139.
- 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* 3, p.45-73.
- Trébucq S. (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur? », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.5, n°4, décembre, p.107-135.
- Wesphal J.D. et Zajac E.J. (1995), « Who Shall Govern? CEO/ Board Power, Demographic Similarity and New Director Selection », *Administrative Science Quarterly*, vol.40, n°1, p.60-83.
- Yoshimori M. (1995a), « Corporate governance in Japan », *papier de recherche, German institute of Japanese Studies*.
- Yoshimori M. (1995b), « Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West », *Long Range Planning*, 28.
- Zwiebel J. (1996), « Dynamic Capital structure under managerial entrenchment », *American Economic Review*, p. 1197-1215.