

Effet modérateur de la présence d'administrateurs salariés sur la relation actionnariat salarié – performance : une analyse empirique

Hollandts Xavier, Chercheur

Laboratoire de Recherche INSEEC

Chercheur associé, EM Lyon/IFGE

23, avenue Guy de Collongue, BP 174, 69132 Ecully Cedex

Tel : 06.63.69.52.65

xavier.hollandts@free.fr

Guedri Zied, Professeur

EM Lyon

23, avenue Guy de Collongue, BP 174, 69132 Ecully Cedex

Tel : 04.78.33.70.05

guedri@em-lyon.com

Résumé

Le lien entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise fait toujours débat dans la littérature comme le montre un article récent [Faleye et alii 2006]. Afin de clarifier ce lien, nous suggérons que l'existence des résultats variés peut être due à la présence de variables modératrices, qui n'ont pas encore été prises en compte et qui peuvent influencer cette relation. Dans cet article, nous examinons empiriquement l'effet modérateur d'une variable additionnelle : la représentation des salariés au sein du conseil d'administration. Les résultats, basés sur une étude empirique portant sur un échantillon de 152 entreprises, montrent que la relation entre actionnariat salarié et performance semble être curvilinéaire et que, d'autre part, la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration modère systématiquement et négativement cette relation (et ce quelle que soit l'origine de l'administrateur « actionnaire salarié », syndicaliste ou représentant exclusif de l'association d'actionnaires salariés).

Mots clés : gouvernement d'entreprise, administrateur salarié, actionnariat salarié.

L'actionnariat salarié est un phénomène mondial en plein essor qui dépasse le simple outil de management des ressources humaines. Dans le contexte anglo-saxon, il permet notamment de pallier aux problèmes de financement des retraites (ESOP, plan 401k aux USA par exemple). En Europe, il est généralement considéré comme un facteur de compétitivité, en raison de ses effets positifs sur les attitudes et la performance des salariés. L'actionnariat salarié concerne aujourd'hui 25 millions de salariés américains (1 salarié sur 4) [NCEO 2005] ; 19 millions de salariés européens (1 salarié européen sur 5) [Perotin et Robinson 2002] et 3 millions de salariés en France (1 salarié français sur 10) [FAS 2006]. La diffusion massive de ces mécanismes est due au soutien inconditionnel des gouvernements et des dirigeants [Kruse 2002]. Les gouvernements ont encouragé le développement de l'actionnariat salarié en raison des effets positifs sur la croissance et le niveau d'emploi [Weitzman, 1985]. Parallèlement, les dirigeants et les managers sont favorables à l'actionnariat salarié car il permet d'améliorer la productivité et la performance de l'entreprise en diminuant les conflits, le turnover et en augmentant la satisfaction, la coopération, le sentiment d'appartenance, la fidélité, la motivation et le partage d'informations.

La littérature dans son ensemble souligne les effets positifs de l'actionnariat salarié sur la performance organisationnelle de l'entreprise. En revanche, les résultats empiriques sur le lien entre actionnariat salarié et performance économique de l'entreprise sont variés. Plusieurs études mettent en évidence un lien positif entre actionnariat salarié et performance économique de l'entreprise, tandis que d'autres études ne trouvent pas de lien ou constatent l'existence d'un lien négatif entre actionnariat salarié et performance économique de l'entreprise. Cet article contribue au débat sur la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise en proposant une étude empirique basée sur un échantillon d'entreprises cotées à la bourse de Paris.

Premièrement, nous proposons d'examiner par le biais d'un échantillon matché si les entreprises disposant d'un actionnariat salarié sont plus ou moins performantes que celles n'en disposant pas. D'autre part, nous suggérons que l'existence des résultats variés peut être due à la présence de variables modératrices, qui n'ont pas encore été prises en compte et qui peuvent influencer la relation entre actionnariat salarié et performance économique de l'entreprise [Blasi, Conte and Kruse 1996]. Dans cet article, nous examinons empiriquement l'effet modérateur d'une variable additionnelle : la représentation des salariés au sein du conseil d'administration.

Cet article propose dans une première partie une revue de la littérature portant sur le lien entre actionnariat salarié et performance et l'incidence de la représentation des salariés sur cette

relation. Dans une seconde partie, nous examinons empiriquement la relation entre actionnariat salarié et performance et l'effet de variables potentiellement modératrices.

1. L'ACTIONNARIAT SALARIE PEUT-IL GENERER DE LA PERFORMANCE POUR L'ENTREPRISE ?

1.1. L'ACTIONNARIAT SALARIE GENERE DE LA SATISFACTION POUR LE SALARIE

L'actionnariat salarié augmente la satisfaction des salariés. L'article de Klein [1987, p 320] qui dresse le bilan de différentes études portant sur le lien actionnariat salarié-satisfaction, montre que l'actionnariat salarié entraîne des effets psychologiques et comportementaux positifs pour la performance financière et organisationnelle de l'entreprise. Si les salariés sont satisfaits des mécanismes d'actionnariat salarié, ils vont se sentir d'autant plus fidèles et motivés pour travailler dans leur entreprise. Chaque modèle de satisfaction met l'accent sur une variable déterminante dans la satisfaction des actionnaires salariés.

Le modèle intrinsèque suggère que c'est le sentiment de propriété qui est le plus important. Plus les actionnaires sont propriétaires (ont une part de plus en plus importante du capital) et plus grande est leur satisfaction. Le modèle extrinsèque met en avant les conditions financières (décote, abondement, liquidité) et la récompense financière (cours du titre, dividende) comme variables déterminantes de la satisfaction des actionnaires salariés. Le modèle instrumental met, quant à lui, en exergue l'augmentation de la participation des salariés dans le processus de décision comme variable déterminante de la satisfaction¹. Comme le souligne Klein [1987, p 322], les trois modèles n'ont pas vocation à épuiser le champ étudié. Ce sont trois modèles différents, qui peuvent être considérés comme complémentaires ou comme des alternatives. Ils permettent d'établir des hypothèses complémentaires sur l'effet de l'actionnariat salarié sur la satisfaction des salariés, l'implication organisationnelle et l'intention de départ.

Les travaux de Klein [1987, 1988] démontrent que la satisfaction des actionnaires salariés est significativement reliée à la contribution de l'entreprise (comme le suggère le modèle de satisfaction extrinsèque), la « philosophie managériale » liée à l'actionnariat salarié, ainsi que la communication autour des mécanismes de l'actionnariat salarié. Ceci augmente l'implication organisationnelle et diminue l'intention de quitter l'entreprise. Les résultats de ses recherches

¹ Un proxy assez fiable pourrait être les droits de vote détenus par les actionnaires afin d'opérationnaliser cette variable indépendante [Klein 1987, p321].

apportent un crédit au modèle extrinsèque et instrumental de satisfaction. La perception de l'influence des salariés modère la relation entre la « philosophie managériale », la communication sur l'actionnariat salarié et les attitudes des salariés. Pour synthétiser, les deux modèles de satisfaction extrinsèque et instrumental permettent de bien expliquer les mécanismes de satisfaction des actionnaires salariés. A contrario, comme le relève Caramelli [2003], les résultats des diverses études n'ont pas permis de corroborer la thèse selon laquelle l'actionnariat salarié conduit en soi à des changements attitudinaux positifs, ce qui limite la portée empirique du modèle intrinsèque [Long 1980 pour une appréciation positive ; Gamble et alii 2002, Pendleton 2001, Trewhitt 2000 pour une appréciation négative].

1.2. LES AUTRES EFFETS ATTITUDINAUX

- La motivation : Cet effet attitudinal est l'un des plus étudiés dans la littérature. Depuis Webb [1912, p138]², nous savons que l'actionnariat salarié augmente la motivation des salariés au travail [Ben-Ner et Jones 1995 ; Long 1978 a et b, Pierce et alii 1991 ; Pierce et Rodgers 2004], même si peu d'auteurs l'ont analysé empiriquement [Long 1978 a et b]. D'après ces deux études, l'actionnariat salarié n'a pas d'effet seul sur la motivation mais a un effet positif s'il est couplé avec une participation à la prise de décision [Long 1978b].
- L'implication : ce concept se compose de trois sous-ensembles (implication affective, calculée et normative) [Meyer et Allen 1991, 1997]. D'après les études empiriques, l'actionnariat salarié augmente l'implication des salariés [Buchko 1992, 1993 ; Frohlich et alii 1998 p318 : Pendleton 2001]. De plus, un actionnaire salarié satisfait sera d'autant plus impliqué [Hallock et alii 2003, p55]. Kuvaas [2003, pp 205-206] trouve également que l'implication affective des actionnaires salariés est importante quand ils ont une préférence pour la propriété et que les mécanismes d'actionnariat salarié leur semblent justes. Or des mécanismes d'actionnariat salarié « justes » augmentent l'implication des salariés dans leurs tâches [Frohlich et alii 1998, pp319-320].
- L'actionnariat psychologique ou le sentiment de propriété psychologique : Ce concept théorisé par Pierce et alii [1991] et Pierce, Kostova, Dirks [2001], désigne le sentiment psychologique de propriété plus ou moins ressenti par les actionnaires salariés. Une étude de Vandewalle et

² “by making an employee a shareholder in the business employing him...it stimulates his zeal and careful working and as a part owner of the capital, whih he works, he feels ... a share of responsability in the business” [Webb 1912].

alii [1995], démontre des relations positives et significatives entre le sentiment de propriété psychologique, la satisfaction et l'implication organisationnelle des salariés. L'actionnariat psychologique peut être vu comme une variable intermédiaire entre l'actionnariat formel et les attitudes des salariés au travail comme dans le modèle original de Pierce et alii [1991]. Pendleton et alii [1998] indiquent que l'actionnariat salarié peut conduire à un sentiment de propriété psychologique qui à son tour peut entraîner une implication et une satisfaction supérieure des salariés.

1.3. L'ACTIONNARIAT SALARIE AMELIORE LA PERFORMANCE AU TRAVAIL

- La performance au travail : Etant donné que l'actionnariat salarié augmente l'implication au travail [Buchko 1992, 1993 ; Pendleton 2001], et que l'implication augmente la performance au travail, la méta-analyse de Riketta [2002] met en évidence que l'actionnariat salarié a un effet sur la performance au travail des salariés. Une grande partie des recherches sur l'actionnariat salarié a essayé de mesurer et comparer la **productivité** des actionnaires salariés (vis-à-vis des salariés non actionnaires de la même entreprise ou vis-à-vis d'entreprises équivalentes, une disposant d'actionnariat salarié et une autre, pas). Du point de vue théorique, comme le souligne Ben-Ner et Jones [1995, p537] « employee ownership affects organizational productivity through the influence of control and return rights on individual motivation and performance as well on structural organizational variables ». 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]. Du point de vue empirique, les résultats d'ensemble mettent en avant une productivité supérieure des actionnaires salariés et/ou des entreprises ayant mis en place ces systèmes [Jones 1993 ; Jones et Kato 1993 ; Jones et Kato 1995 ; Frohlich et alii 1998]³. Dans leur article de 1995 [p391], 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 3 à 4 ans après leur introduction [Jones et Kato 1995, p409].

³ Les auteurs avancent comme explications que l'actionnariat salarié permet d'aligner les intérêts, de créer un environnement organisationnel coopératif et de réduire l'asymétrie informationnelle [Jones et Kato 1993, pp363-364]

- La rotation des employés : les études empiriques ayant examiné l'impact de l'actionnariat salarié sur la rotation des employés sont peu nombreuses [Buchko 1992 et 1993 ; Wilson et Peel 1991]. Les entreprises ayant adopté des plans d'actionnariat salarié ont des taux de turnover significativement plus faibles. Buchko [1993] précise que la satisfaction au travail et l'implication organisationnelle sont des antécédents du turnover, dans les entreprises disposant d'actionnariat salarié. Dans une étude longitudinale récente sur un échantillon français, Fakhfakh [2004, p145], montre que l'actionnariat salarié a toujours un effet négatif (et toujours fortement significatif) sur le départ des salariés : « the feeling of ownership and improved information flows generated by such participatory plans may be the main sources of this reduction in quits.....employee share ownership has more complex and deeper incentives effects. It offers both monetary and non-monetary incentives and this could be the reason why it has such an effect on quits » [Fakhfakh 2004,145-146].
- L'absentéisme : l'absentéisme, constitue après le turnover, un autre phénomène coûteux pour les entreprises. L'actionnariat salarié peut-il aider à réduire l'absentéisme ? Seules les études de Wilson et Peel [1991] et Brown et Fakhfakh [1999] permettent d'apporter des éléments de réponse empiriques. Ces deux études démontrent que les entreprises disposant d'actionnariat salarié ont des taux d'absentéisme significativement inférieurs aux autres entreprises. Dans l'étude de Brown et Fakhfakh [1999], la réduction de l'absentéisme atteint 14%.

1.4. L'ACTIONNARIAT SALARIE PEUT-IL AVOIR UN EFFET SUR LA PERFORMANCE ECONOMIQUE DE L'ENTREPRISE ?

L'actionnariat salarié a des effets internes à l'entreprise qui se mesurent à plusieurs niveaux. D'une part, on peut identifier des effets positifs quantifiables (turnover, absentéisme, productivité, performance au travail,...) et d'autre part, l'actionnariat salarié a également des effets positifs plus difficilement mesurables sur l'organisation dans son ensemble (création d'un but et d'intérêts communs, partage de la prise de décision, actionnariat psychologique, catalyseur de changement,...). De manière globale, l'actionnariat salarié permet d'articuler des déterminants individuels de la satisfaction des salariés à une structure collective performante. En tant que mécanisme, l'actionnariat salarié combine des incitations et des rétributions individuelles à une structure collective incitative. Au final, l'actionnariat salarié entraîne des effets positifs sur les attitudes et les comportements au travail des salariés, qui se traduisent au niveau global de

l'entreprise par un surcroît de performance économique et organisationnelle. La stabilité de la coalition productive est assurée par le surcroît de performance induit qui, en retour génère de la satisfaction pour les salariés et contribue à asseoir la pérennité des mécanismes d'incitations liés à l'actionnariat salarié.

1.5. SYNTHESE DES RESULTATS EMPIRIQUES PORTANT SUR LA RELATION ACTIONNARIAT SALARIE-PERFORMANCE

L'effet de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise est dû à une combinaison complexe de mécanismes individuels et collectifs, certains mesurables et d'autres pas. Bien que les motivations pour implanter l'actionnariat salarié dans l'entreprise puissent varier aussi bien du côté des salariés que des dirigeants, il n'en reste pas moins que ces mécanismes doivent améliorer la situation personnelle, collective ou sociale de l'ensemble des parties prenantes (y compris les actionnaires externes). En d'autres termes, l'actionnariat salarié peut être rationnellement considéré comme une structure d'incitations individuelles et collectives qui contribue à améliorer la performance de l'entreprise tout en permettant une redistribution élargie des profits et une implication plus forte des (actionnaires) salariés dans la prise de décision. Une des questions de recherche largement traitée dans la littérature porte donc sur le lien entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise. La littérature s'est plus particulièrement concentrée sur le niveau d'analyse macro (l'organisation), en comparant souvent des sous-échantillons d'entreprises. Dans la littérature portant sur cette question de recherche, on peut relever plusieurs méthodologies utilisées afin, en somme, de répondre à une question évidente : l'actionnariat salarié est-il lié positivement à la performance de l'entreprise ?

- La façon la plus directe et la plus simple de tester cette relation est de vérifier si la présence ou l'absence (variable indépendante binaire) ou le pourcentage d'actionnariat salarié (variable indépendante continue) est lié positivement et significativement à la performance de l'entreprise. Cela suppose que la relation entre variable indépendante et variable dépendante est directe et positive (et souvent linéaire) [Pierce et Rodgers 2004, p591].

- Une autre voie de recherche s’est concentrée sur la comparaison entre *employee-owned firms* et *conventionally-owned firms*⁴ [Rhodes et Steers 1981 ; Craig et alii 1992, 1994, 1995 ; Frohlich et alii 1998].
- Enfin, une troisième méthodologie a consisté à étudier de manière longitudinale des entreprises après leur « conversion » à l’actionnariat salarié [Long 1980].

Ces trois méthodologies concernent la même question générale (l’actionnariat salarié est-il positivement lié à une performance supérieure ?), tout en offrant trois angles d’attaque différents. Le premier consiste à comparer des entreprises disposant d’un actionnariat salarié et celle n’en disposant pas (et éventuellement à comparer les entreprises ayant de l’actionnariat salarié quand la variable est continue). Le second consiste à comparer deux types bien distincts d’entreprises (celles majoritaires ou totalement contrôlées par leurs salariés vs des entreprises classiques sans actionnariat salarié). Enfin, le troisième permet d’étudier sur la durée les effets d’actionnariat salarié et d’intégrer la dimension temporelle dans les résultats (l’actionnariat salarié a-t-il un effet immédiat ou y-a-t-il un temps de latence ? comment les mécanismes et les effets s’articulent-ils dans le temps ?,). Quelle que soit l’optique retenue, le but de ces études est toujours de comparer les entreprises ayant instauré des mécanismes d’actionnariat salarié à un groupe de contrôle, afin d’isoler l’effet de l’actionnariat salarié.

Tableau 1 : synthèse des études empiriques sur la relation AS-performance

Sens de la relation	Références
Négative	Livingston et Henry [1980] Faleye, Morck et Mehrotra [2006]
Neutre	GAO [1987] Gordon et Pound [1990] Chaplinsky et Niehaus [1994] Borstadt et Zwirlein [1995], Blasi et alii [1996], Lougee [1999] Trébucq [2002]
Positive	Conte et Tannenbaum [1978], Marsh et Mc Allister [1981], Fitzroy et Kraft [1987], Chang [1990], Oswald et Jahera [1991], Dondi [1992], Vaughan-Whitehead [1992] Kumbhakar et Dunbar [1993], Davidson et Worell [1994], Beatty [1995], Park et Song [1995], Mehran [1999], Welbourne et Cyr [1999], Kruse et Blasi [1999], Iqbal et Hamid [2000], Blair et alii [2000], Sesil et alii [2001], Kruse [2002], Trébucq et d’Arcimoles [2002], Park et alii [2004],

4 C’est l’optique qui a été retenue par Craig et alii [1992, 1994, 1995] dans une série d’articles portant sur les entreprises de contreplaqué du Nord-est des États-Unis, qui sont détenues par leurs salariés.

Au final, les différentes études empiriques dessinent le contour des entreprises ayant de l'actionnariat salarié. Elle apparaissent comme des entreprises plus performantes (que les entreprises équivalentes de même taille et du même secteur), qui survivent plus longtemps. Elles semblent pouvoir rester indépendantes plus longtemps pour un ensemble de raisons : leurs meilleures performances relatives les rendent moins vulnérables, leur capital est plus stable (au point de former parfois une coalition interne), et l'actionnariat salarié constitue parfois un mécanisme défensif contre des tentatives d'OPA hostiles. D'un point de vue organisationnel, ce type d'entreprise semble mettre l'accent sur les ressources humaines, en ayant à la fois des politiques dynamiques de l'emploi et une main d'œuvre plus stable. Les (actionnaires) salariés de ces entreprises constituent une main d'œuvre motivée, impliquée, responsabilisée, fidèle, développant un sentiment de propriété positif envers l'organisation. Au final, l'actionnariat salarié apparaît à la fois comme un moteur organisationnel et une force stabilisatrice qui contribue fortement à la pérennité de l'entreprise. Dans une perspective dynamique, peut se créer un véritable cercle vertueux de l'actionnariat salarié. L'actionnariat salarié a un effet sur des mécanismes individuels et collectifs qui conduisent in fine à une plus grande performance. Les actionnaires salariés sont « récompensés » de leurs efforts au plan pécuniaire⁵ et au plan de la symbolique de propriété. Les conditions sont alors réunies pour que s'enclenche une dynamique positive sur le long terme qui profite à l'ensemble des membres de la coalition interne, mais aussi les actionnaires externes, et plus largement l'ensemble des parties prenantes.. « La pratique de l'actionnariat apparaît être un facteur-clé d'intégration des salariés dans l'organisation et d'accroissement des performances individuelles et collectives. » [Desbrières 2002, p276]. Au plan empirique, les méta-analyses menées par plusieurs chercheurs nous permettent de formuler des hypothèses sur le sens de la relation entre actionnariat salarié et performance. Au sens large, la méta-analyse de Doucouliagos [1995, pp73-74] nous indique que les entreprises allant du simple partage des profits jusqu'aux labor managed firms ont des performances supérieures aux entreprises classiques. En ce qui concerne plus précisément la relation actionnariat salarié-performance, les méta-analyses de Kruse et Blasi [1997], Sesil et alii [2001] et Kruse [2002], montrent qu'il existe un **lien positif et significatif entre actionnariat salarié et performance.**

⁵ « L'octroi de rémunération liées à la performance de l'entreprise va inciter les travailleurs à adopter des comportements ayant un impact positif sur cette performance et donc leur niveau de rémunération » [Autenne 2005, p273]

H1 : il existe un lien positif entre la présence d'un actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.

H2 : il existe un lien positif entre le pourcentage d'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.

Cependant, on peut déduire de certains résultats [Conte et Svejnar 1990 ; Dondi 1992], l'existence d'un **effet de seuil** dans la relation actionnariat salarié-performance. L'étude de Dondi est celle qui nous renseigne le plus dans un contexte français. Elle est composée d'une centaine d'entreprises françaises cotées, observées sur la période 1985-1988. Dondi observe que la rentabilité financière augmente au fur et à mesure que la part du capital détenue par l'actionnariat salarié s'accroît. Toutefois, au-delà d'une part de capital de 10% détenue par les salariés actionnaires, la rentabilité financière a tendance à décroître, ce qui évoque au minimum **un effet de seuil**. Ces résultats renvoient notamment à l'étude de Conte et Svejnar [1990] qui indique que l'actionnariat salarié est lié positivement à la performance pour de faibles niveaux d'actionnariat salarié. Récemment l'étude de Faleye et alii [2006], souligne l'effet négatif d'un actionnariat salarié significatif, au-delà de 5% de capital, sur la performance de l'entreprise. Nous formulons donc une hypothèse complémentaire de H2 :

H3 : il existe un effet de seuil dans la relation existant entre actionnariat salarié et performance.

L'ensemble des travaux empiriques montrent bien une relation positive entre actionnariat salarié et performance grâce à l'action combinée de plusieurs mécanismes. Une autre conséquence directe de l'actionnariat salarié est de conférer un certain nombre de droits, notamment de contrôle, aux salariés. De ce point de vue, les actionnaires salariés ont les mêmes droits que les actionnaires externes, pris comme point de référence traditionnel de la littérature sur le gouvernement d'entreprise. Mais les actionnaires salariés de par leur position interne et leur implication directe dans le processus de création de valeur se démarquent des actionnaires externes. Or, l'actionnariat salarié, notamment dans le contexte français, peut permettre d'associer les salariés à la prise de décision, notamment, par le biais d'une représentation au sein de la structure de gouvernement (CA ou CS+directoire). La représentation des actionnaires salariés peut alors jouer comme une variable modérant la relation entre actionnariat salarié et performance, notamment par son rôle ambivalent dans le processus d'enracinement du dirigeant.

La complexité du phénomène « actionnariat salarié » qui ne peut se résumer en une simple addition de relation linéaires, implique le repérage et la mise en évidence de variables modératrices et médiatrices dans la relation supposée directe entre actionnariat salarié et les variables dépendantes testées [Pierce et Rodgers 2004, pp 591-592 ; Long 1979, p617]. Les politiques RH [Blasi et alii 1996, p78], la structure de gouvernement, la présence de systèmes participatifs [Doucouliagos 1995 ; Blasi et alii 1996], la taille de l'investissement financier des salariés [Conte et Svejnar 1990], peuvent modérer la relation entre actionnariat salarié et performance (au sens large). Dans cette liste de variables modératrices possibles, la présence ou l'absence de systèmes de participation des salariés à la prise de décision a été le plus souligné. Ils peuvent amplifier les effets positifs (individuels et collectifs) sur les attitudes et comportements des actionnaires salariés et soutenir l'actionnariat psychologique. En quelque sorte, de par leur complémentarité évidente ils peuvent verrouiller le système d'actionnariat salarié en remplissant le volet « décision et contrôle » qui peut lui être adjoint [Doucouliagos 1995 ; d'Arcimoles et Brillet 2000]. L'un des objectifs de notre recherche est justement d'étudier l'influence de variables liées au gouvernement d'entreprise sur la relation actionnariat salarié – performance.

2. LA REPRESENTATION DES SALARIES DANS LE SYSTEME DE GOUVERNEMENT

Deux thèses concurrentes s'affrontent [Desbrières 2002 ; Gharbi 2005]. D'un côté, la présence des actionnaires salariés au sein du gouvernement d'entreprise renforce son efficacité ou la dégrade. La première thèse met en avant le fait que la présence des actionnaires salariés favorise la convergence des intérêts des différentes parties prenantes (dirigeants, actionnaires externes, actionnaires salariés,...). La seconde thèse met en exergue le fait que la présence des actionnaires au sein du système de gouvernement d'entreprise favorise l'enracinement des dirigeants, au détriment des intérêts des autres parties prenantes.

2.1. LE SYSTEME FRANÇAIS DE REPRESENTATION DES SALARIES DANS LES STRUCTURES DE GOUVERNEMENT

Le système français de représentation des salariés se caractérise par une représentation obligatoire des salariés dans les entreprises nationales ou anciennement nationalisées. En revanche, en ce qui concerne la représentation des actionnaires salariés, aucune obligation n'est prévue dans les textes de loi.

2.1.1. La représentation obligatoire des salariés

De manière générale, rien n'empêche qu'une entreprise privée désigne un ou des administrateur(s) représentant les salariés. En effet, aucune contrainte particulière n'empêche les dirigeants de nommer ou d'élire un administrateur salarié. Cependant la pratique dans ce domaine démontre qu'il existe très peu d'entreprises ayant choisi de nommer ou d'élire volontairement un administrateur salarié. Ainsi, les administrateurs salariés se concentrent dans les entreprises publiques ou anciennement publiques et dont le capital a été ouvert. Les lois de nationalisation de 1983, les lois de privatisation d'août et d'octobre 1986 et la loi Giraud de 1994 ont imposé la présence de représentants des salariés au sein des Conseils d'administration. La loi de 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 1/3 des sièges qui leur est réservé. Dans le contexte des privatisations de 1986, les ordonnances prises par le gouvernement Chirac, souhaitent maintenir la tradition de représentation des salariés dans les anciennes entreprises publiques et promouvoir la représentation des actionnaires salariés. La relance en force des privatisations en 1993 entraîne le vote d'une loi similaire, visant à améliorer la participation des salariés dans l'entreprise. Avec la loi Giraud de 1994 sur l'amélioration de la participation des salariés dans l'entreprise, il est désormais possible d'élargir 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 de la société. Le nombre de ces représentants élus ne peut être supérieur à quatre, ni excéder le 1/3 du nombre des autres administrateurs. La durée du mandat est fixée par les statuts et ne peut être supérieure à 6 ans [Sauviat 2006]. Dans la pratique, des dispositions législatives permettent d'introduire une représentation syndicale⁶ au sein du conseil d'administration.

2.1.2. La représentation facultative des actionnaires salariés

En ce qui concerne les actionnaires salariés, le législateur s'est récemment penché sur la question. Cependant, les dispositions en vigueur actuellement se caractérisent par la capacité discrétionnaire et facultative pour les entreprises de nommer ou d'élire un administrateur

⁶ Suivant le nombre total d'administrateurs : 1 administrateur salarié si le CA comporte de 3 à 15 membres et 2 au-delà

représentant les actionnaires salariés. Les entreprises sont pour l'heure incitées à réfléchir à la nomination d'un représentant des actionnaires salariés quand ceux-ci dépassent le seuil de détention de 3% de capital. Dans la pratique, ces administrateurs 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. Cette désignation peut également faire suite à une élection par les salariés actionnaires y compris sur un périmètre international. Ces mécanismes sont actuellement régis par l'article L 225-23 du Code de Commerce. Ils ont été introduits par la loi n°94-640 du 25 juillet 1994 relative à la participation des salariés dans l'entreprise, sous la forme d'un dispositif facultatif puis devenu obligatoire depuis la loi de modernisation sociale du 17 janvier 2002, mais pour laquelle les décrets d'application ne sont toujours pas parus. Ainsi, à l'heure actuelle aucune disposition législative ne contraint les entreprises à nommer des représentants des actionnaires salariés. Les entreprises sont seulement invitées à entamer une réflexion à ce sujet quand le seuil de 3% d'actionnariat salarié est atteint ou dépassé. Cependant, la récente politique de patriotisme économique du Premier Ministre français ainsi que la bataille Arcelor-Mittal ont remis à l'agenda la question de la représentation des actionnaires salariés, qui fournissent bien souvent un appui très important dans le cadre d'OPA hostile et de risque de « dénationalisation » de l'entreprise, avec tous les risques que cela comporte (délocalisations, ..).

2.2. LA PRESENCE DES SALARIES FAVORISE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

2.2.1. Les administrateurs salariés ne sont pas indépendants

La première limite au contrôle exercé par les actionnaires salariés lorsqu'ils sont représentés au sein du SGE est la dépendance vis-à-vis des dirigeants. Cette question est encore en débat entre les tenants d'une définition classique de l'indépendance⁷ [Desbrières 2002, p270 ; Alexandre et Paquerot 2000] et les partisans de la dépendance, en raison de l'existence de fonctions d'utilités non-identiques entre actionnaires salariés et dirigeants [Aglietta et Rebérioux 2004]. D'autre part, les dirigeants peuvent également nouer des contrats implicites avec les actionnaires salariés (promesses de promotion d'augmentation de salaires) en contrepartie d'un contrôle « amical » des actionnaires salariés. Trébucq [2002, p112], relève également que les actionnaires salariés peuvent être en position de dépendance vis-à-vis des dirigeants dont les décisions peuvent

⁷ Telle que celle fixée dans les rapports de bon gouvernement (Vienot 1 et 2, Bouton)

permettre (ou pas) de sauvegarder l'emploi et le capital humain. Cet auteur va même plus loin en ajoutant que 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. « Assurés de la pérennité de leur poste, en d'autres termes de leur enracinement, les dirigeants peuvent alors céder plus volontiers à des politiques dispendieuses pouvant conduire à une réduction sensible des performances financières » [Trébucq 2002, p112].

2.2.2. Les administrateurs salariés favorisent l'enracinement des dirigeants

Un pan de la littérature considère de manière sceptique le contrôle des dirigeants par les actionnaires salariés. Certains auteurs considèrent que l'actionnariat salarié renforce l'enracinement des dirigeants [Gordon et Pound 1990 ; Chang et Mayers 1992 ; Chaplinsky et Niehaus 1994 ; Park et Song 1995 ; Pugh et alii 1999 ; Gamble 2000]. Ces auteurs mettent en évidence, la possibilité pour les dirigeants de transformer un mécanisme devant initialement servir à motiver les salariés en un mécanisme servant leurs propres intérêts : l'enracinement. L'actionnariat salarié est alors utilisé comme un mécanisme défensif écartant le risque de sanction par le marché et de prise de contrôle et augmentant mécaniquement le pouvoir des dirigeants par réduction de la part de capital dans le public. C'est ce que relèvent Gordon et Pound [1990], qui suggèrent que l'actionnariat salarié permet d'augmenter l'actionnariat interne et de protéger les dirigeants contre les changements non désirés dans la structure du capital en réduisant la part disponible pour le public (et donc en réduisant l'opportunité d'une prise de contrôle sanctionnant les mauvais résultats/comportement des dirigeants [Chaplinsky et Niehaus 1994 ; Pugh et alii 1999]). Pour Pugh et alii [1999], l'actionnariat salarié augmente le pouvoir des dirigeants car ce sont en fait des *friendly shares* [p174]. Gamble [2000] souligne plutôt que les actionnaires salariés ne sont pas assez indépendants des dirigeants et que les contrats implicites fondent des relations de coopération tacites entre dirigeants et actionnaires salariés. Au final, l'actionnariat salarié, selon ces travaux financiers, facilite l'enracinement des dirigeants, ce qui peut se faire au détriment de la création de valeur actionnariale. De plus la participation des actionnaires salariés au conseil a un effet supplémentaire. Rosenstein et Wyatt [1997] démontrent que le marché réagit négativement à la nomination d'un administrateur interne supplémentaire quand l'actionnariat salarié est inférieur à 5%. Pour Gharbi [2005], la présence d'un actionnaire salarié au conseil a un effet médiateur sur la relation entre actionnariat salarié et enracinement des

dirigeants, même si son étude empirique ne permet pas de démontrer un effet médiateur significatif entre la variable dépendante (enracinement) et la variable indépendante (actionnariat salarié). Les conclusions des différentes études menées sur ce sujet montrent que l'actionnariat salarié même s'il n'est pas préjudiciable pour les autres actionnaires, réduit la probabilité d'une prise de contrôle [Chaplinsky et Niehaus 1994 ; Park et Song 1995]. En ce sens, il peut être interprété comme un mécanisme défensif [Chang et Mayers 1992 ; Pugh et alii 1999 ; Gamble 2000].

2.3. LA REPRESENTATION DES ACTIONNAIRES SALARIES AU SEIN DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE EST-ELLE PREFERABLE A LA REPRESENTATION DES SALARIES ?

Au final, se poser la question de la légitimité de la représentation des salariés ou des actionnaires salariés revient à se concentrer sur un débat théorique qui ne peut être tranché. Il n'en reste pas moins que la représentation des actionnaires salariés **existe et est réelle**. Notre recherche nous amène alors à nous demander quelle peut être l'efficacité d'une représentation des actionnaires salariés. Cependant, les spécificités nationales nous amènent à élargir le cadre de notre recherche à la représentation des salariés au sein des entreprises avec actionnariat salarié. En effet, la France comporte une spécificité qui tient à la représentation obligatoire des salariés des sociétés privatisées⁸. Ces entreprises peuvent disposer d'une représentation des salariés **et** d'un actionnariat salarié, puisque le cadre juridique français prévoit une part de capital réservée aux salariés lors des opérations d'ouverture de capital dans le cadre du processus de privatisation. De plus, certains administrateurs représentant les actionnaires salariés, pourtant élus par les actionnaires salariés, représentent un administrateur salarié **additionnel**, du fait de leur affiliation à un syndicat⁹. Dès lors, il paraissait difficile d'arriver à distinguer les administrateurs salariés officiels des officieux, c'est-à-dire élus sur un poste d'administrateur « actionnaire salarié ». De ce fait, nous avons été amenés à nous interroger sur la représentation des salariés au sein du SGE des entreprises avec actionnariat salarié. Les différentes hypothèses que nous avons formulé retiennent donc trois niveaux de représentation des salariés : les administrateurs salariés; les administrateurs représentant les actionnaires salariés ; les administrateurs « actionnaires salariés »

8 « On trouve cependant plusieurs détracteurs de la représentation institutionnelle des employés dans le conseil, surtout lorsque celle-ci est imposé par le législateur » [Desbrières 1997a, p401].

9 Comme le constatent également Bertin-Mouro et Lapotre [2003, p41] dans leur rapport sur les représentants des salariés au sein du gouvernement d'entreprise.

1/ syndicalistes 2/ représentants exclusifs de l'association d'actionnaires salariés. Dans le cadre de notre recherche, notre revue de littérature nous conduit à envisager négativement la représentation des salariés au SGE. La littérature économique dans son ensemble manifeste son hostilité à une telle représentation [Brillet et d'Arcimoles 2002], surtout quand elle est imposée par le législateur, comme cela est le cas pour les administrateurs salariés dans leur grande majorité [Desbrières 1997 p401]. La littérature en gouvernement d'entreprise est, quant à elle, plus partagée [Desbrières 2002] : certains relèvent quelques effets positifs à la participation des salariés [Desbrières 2002, pp269-270 ; 1997 p402], tandis que d'autres avancent plutôt l'hypothèse d'une baisse d'efficacité du système de contrôle du fait de la dépendance hiérarchique des administrateurs internes [Alexandre et Paquerot 2000 ; Gharbi 2005, 2006]. Du point de vue de « l'efficacité » du gouvernement d'entreprise [Mc Kersie 2003], les représentants des salariés peuvent avoir une influence négative sur : les objectifs de l'entreprise, le pouvoir discrétionnaires des dirigeants, la politique de développement et d'investissements [Bradley et alii 1990, p386]. Les entreprises associant donc de manière générale les salariés à la prise de décision doivent être moins performantes que celles en étant dénuées [Alchian et Demsetz 1972 ; Furubotn 1976 ; Jensen et Meckling 1979].

D'où :

*H4 : la présence d'un administrateur **salarié** modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.*

De cette hypothèse, nous pouvons déduire l'hypothèse suivante :

H5 : plus le nombre d'administrateurs salariés sera élevé et plus la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise sera modérée négativement.

En revanche, la représentation **exclusive** des actionnaires salariés au SGE semble soulever moins de réticences du fait de l'alignement d'intérêts que l'actionnariat salarié réalise [Desbrières 2002]. On peut supposer que la représentation des actionnaires salariés peut avoir un effet positif. « La présence de salariés au conseil du fait de leur qualité d'actionnaire revêt toutefois plus d'intérêt. Premièrement, le contrôle des salariés-actionnaires nommés administrateurs devrait être plus efficace puisque de l'intensité et de la qualité de leur activité au conseil dépend non seulement la valeur de leur capital humain, mais aussi celle de leurs actions. Deuxièmement,

n'étant pas les représentants officiels d'un syndicat ni élus par l'ensemble des salariés, leurs décisions et leur surveillance ne devraient pas être "bruitées" par des considérations de négociation collective » [Desbrières 2002, p270]. « Finalement, outre le caractère préventif qu'elle donne au système de gouvernement d'entreprise, la participation des employés-actionnaires [...] favorise l'émergence d'une coalition coopérative. » [Desbrières 1997 p409].

H6 : la présence d'un administrateur représentant les actionnaires salariés modère positivement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

Nous pouvons également formuler l'hypothèse suivante :

H7 : plus le nombre d'administrateurs actionnaires salariés sera élevé et plus la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise sera modérée positivement.

Au regard de la littérature, il semblerait que la représentation des salariés ait un impact négatif sur la performance de l'entreprise, à la différence de la représentation des actionnaires salariés [Desbrières 1997]. Ainsi, « toutes choses égales par ailleurs, les firmes dont les employés administrateurs sont majoritairement des actionnaires salariés devraient être plus performantes que celles dont les administrateurs sont de simples salariés élus » [Desbrières 1997 p407]. Cela nous permet de formuler deux hypothèses opposées quant à la représentation des actionnaires salariés :

H8 : la présence d'un administrateur « actionnaire salarié » syndicaliste modère négativement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

H9 : la présence d'un administrateur « actionnaire salarié » représentant uniquement les actionnaires salariés modère positivement la relation entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise.

3. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

3.1. CHOIX METHODOLOGIQUES

Au regard de notre question de recherche, nous pouvons opter pour deux types de méthodologies [Pierce & Rodgers 2004, p591]: un échantillon matché ou une approche longitudinale basée sur l'observation d'entreprises après leur conversion à l'actionnariat salarié. Nous optâmes pour la première en raison de contraintes de temps et d'accès aux données. Le but de l'échantillon matché est de comparer deux sous-groupes : le premier comportant des entreprises avec actionnariat salarié et le second n'en comportant pas (groupe de contrôle) [Iqbal & Hamid 2000, p28]. Notre échantillon final se compose donc de deux sous-groupes, un regroupant des

entreprises ayant de l'actionnariat salarié, le second composé d'entreprises identiques (en termes de variables de contrôle) n'en ayant pas. Chaque entreprise avec actionnariat salarié dispose au minimum d'une « contrepartie » dans le groupe de contrôle [Pierce et Rodgers 2004, p591]. Il n'y eut pas de limitation dans le choix des entreprises figurant dans le groupe de contrôle afin d'améliorer la robustesse des résultats. Notre échantillon final comporte 62 entreprises avec actionnariat salarié et 90 sans. Nous avons collecté les données sur l'actionnariat salarié par questionnaire électronique, en raison du manque de précision des données figurant dans les bases de données financières [Poulain-Rehm 2006, p7]. Ce questionnaire a été diffusé auprès des directeurs financiers et/ou responsables « actionnariat salarié » des 250 entreprises composant le SBF 250 à la date de réalisation de l'étude. Les données sur la représentation des salariés et des actionnaires salariés au conseil d'administration furent collectées par la biais des rapports AMF. Les données financières et les données nécessaires à l'établissement des variables de contrôle furent collectées via des bases de données telles que DIANE, AMADEUS et COMPUSTAT. La performance des entreprises a été opérationnalisée par le price to book, car cet indicateur évite notamment les biais de court-terme des ratios comptables [Faleye et alii 2006, p503]. D'autre part, les ratios comptables ne nous donnent pas d'indication sur la performance de long terme. Pour Oswald et Jahera [1991], les ratios comptables ne sont pas adaptés pour les recherches étudiant le lien entre détention du capital et performance de l'entreprise en raison des différences de standards comptables et de modes de calculs. Les ratios incluant une mesure de marché sont plus appropriés pour ce type de recherches [Brealey & Myers 1988 ; Benston 1985 ; Fisher & Mc Gowan 1983].

3.2. OPERATIONNALISATION DES VARIABLES

- Performance de l'entreprise : mesurée par le price to book ratio.
- Actionnariat salarié : mesuré par une variable binaire (1 = entreprise avec actionnariat salarié, sinon = 0) et par le pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés.
- Représentation des salariés et des actionnaires salariés : mesurée par une variable binaire pour les deux types de représentation et par le nombre d'administrateurs respectifs. Deux variables additionnelles binaires mesurent si l'administrateur « actionnaire salarié » est un syndicaliste ou un représentant exclusif de l'association d'actionnaires salariés.

- Variables de contrôle : nous avons inclus des variables de contrôle classiques : secteur industriel (classification sectorielle ICB utilisée par Euronext), nombre de salariés, CA.

4. RESULTATS ET DISCUSSION

Dans cette section, nous présentons les résultats de notre étude empirique. Les trois premières hypothèses concernent le lien entre actionnariat salarié et performance et les hypothèses 4 à 9, les effets de modération possibles de la représentation des salariés et des actionnaires salariés.

4.1. LA RELATION ACTIONNARIAT SALARIE – PERFORMANCE

Les différents modèles ayant permis de tester nos hypothèses sont les suivants :

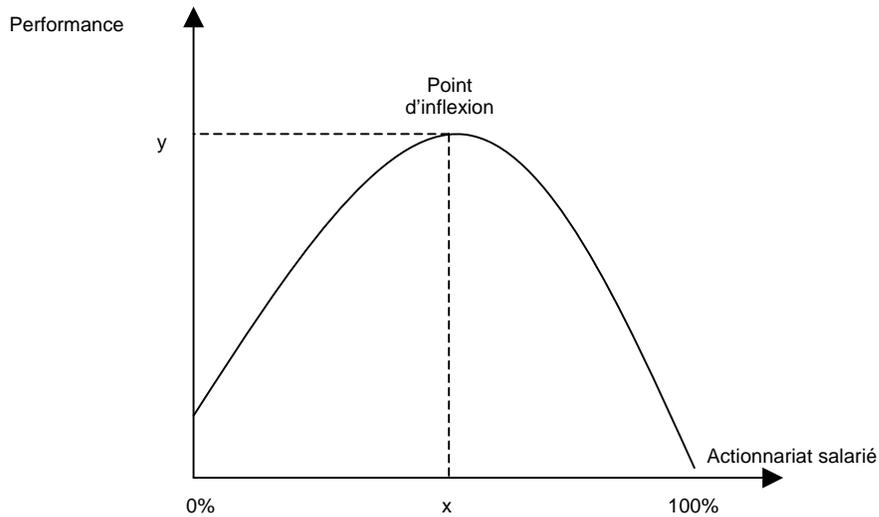
- $perf = \text{variables de contrôle}$ [Modèle 1]
- $perf = \text{variables de contrôle} + \text{actionnariat salarié (binaire)}$ [Modèle 2 - **Hypothèse 1**]
- $perf = \text{variables de contrôle} + \text{actionnariat salarié (continu)}$ [Modèle 3 - **Hypothèse 2**]
- $perf = \text{variables de contrôle} + \text{actionnariat salarié (continu)} + \text{actionnariat salarié}^2$ [Modèle 4 - **Hypothèse 3**]

Les résultats des modèles 2 et 3 valident nos hypothèses 1 et 2, et montrent qu'il y a bien une différence positive et statistiquement significative entre les entreprises ayant de l'actionnariat salarié et celles n'en disposant pas. L'actionnariat salarié est donc lié positivement à la performance de l'entreprise et ce pour les deux mesures de l'actionnariat salarié (binaire et continue). Ce résultat est cohérent avec ceux des études empiriques menées dans le contexte français (Dondi [1992], Vaughan-Whitehead [1992] Trébucq & d'Arcimoles [2002]) et avec les études empiriques basées sur d'autres échantillons (Park & Song [1995], Welbourne & Cyr [1999], Kruse & Blasi [1999], Iqbal & Hamid [2000], Blair & alii [2000], Sasil & alii [2001], Kruse [2002]). En revanche, le résultat le plus surprenant est que la relation entre **actionnariat salarié et performance semble être curvilinéaire au regard de nos résultats**. Au regard du bêta, la relation est de type U inversé. Ceci permet d'envisager, un point d'inflexion sur la courbe qui pourrait correspondre au niveau optimal d'actionnariat salarié.

Variabiles indépendantes	Mod.1 Bêta Sig.	Mod.2 Bêta Sig.	Mod.3 Bêta Sig.	Mod.4 Bêta Sig.
Constante	1.435 4.777***	1.166 3.760***	1.357 4.502***	1.223 4.206***
Industrie ressources	-0.112 0.616	-0.166 -0.757	-0.111 -0.500	-0.200 -0.901
Industrie base	-0.338 -2.273**	-0.335 -2.301**	-0.320 -2.158**	-0.327 -2.239**
Industrie générale	-0.268 -1.515	-0.292 -1.686**	-0.265 -1.511	-0.315 -1.808*
Industrie bien cycliques	-0.636 -2.750***	-0.693 -3.049***	-0.640 -2.786*	-0.727 -3.165***
Industrie bien non cycliques	0.345 1.570	0.351 1.631	0.364 1.667*	0.329 1.526
Industrie services cycliques	0.00689 0.434	0.00995 0.639	0.104 0.657	0.00995 0.633
Industrie services non cycliques	0.257 0.975	0.197 0.763	0.278 1.061	0.194 0.457
Industrie financières	-0.532 -3.101***	-0.574 -3.406***	-0.543 -3.191***	-0.600 -3.533***
CA	-0.00537 -1.800*	-0.0025 -0.650	-0.0041 -1.349	-0.00266 -0.869
Nombre de salariés	0.001344 0.380	-0.0019 -0.521	-0.000487 -0.133	-0.00179 -0.492
actionnariat salarié (binaire)		0.273 2.729**		
actionnariat salarié (continu)			0.138 1.794*	0.453 2.721***
Actionnariat salarié ²				-0.151 -2.243**
R ²	0,247	0.281	0.26	0.286
R ² ajusté	0.189	0.224	0.201	0.224
F Fischer	4.485**	4.942**	4.435**	4.602***
N	152	152	152	152

*** : $p < 0.001$; ** : $p < 0.05$; * : $p < 0.1$

Figure 1 : La relation curvilinéaire (U-inversé) entre actionnariat salarié et performance de l'entreprise



4.2. EFFET DE MODERATION DE LA REPRÉSENTATION DES SALARIÉS SUR LA RELATION ACTIONNARIAT SALARIÉ – PERFORMANCE

Les modèles suivants nous ont permis de tester les hypothèses 4 à 9 sur les effets de modulation de la représentation des salariés et des actionnaires salariés. La variable d'interaction représente la combinaison des deux variables indépendantes testées [Jaccard et alii 1990].

- perf= variables de contrôle + actionnariat salarié (continu) + administrateur salarié (binaire) + Interaction [modèle 5 + **Hypothèse 4**]
- perf= variables de contrôle + actionnariat salarié (continu) + administrateur salarié (continu) + Interaction [modèle 6 + **Hypothèse 5**]
- perf= variables de contrôle + actionnariat salarié (continu) + administrateur actionnaire salarié (binaire) + Interaction [modèle 7 + **Hypothèse 6**]
- perf= variables de contrôle + actionnariat salarié (continu) + administrateur actionnaire salarié (continu) + Interaction [modèle 8 + **Hypothèse 7**]
- perf= variables de contrôle + actionnariat salarié (continu) + administrateur actionnaire salarié **syndicaliste** (binaire) + Interaction [modèle 9 + **Hypothèse 8**]
- perf= variables de contrôle + actionnariat salarié (actionnariat salarié) + administrateur actionnaire salarié **représentant exclusif de l'association d'actionnaires** salariés (binaire) + Interaction [modèle 10 + **Hypothèse 9**]

Variables indépendantes	Mod.5 Bêta Sig.	Mod.6 Bêta Sig.	Mod.7 Bêta Sig.	Mod.8 Bêta Sig.	Mod. 9 Bêta Sig.	Mod. 10 Bêta Sig.
Constante	1.355 4.411***	1.270 4.121***	1.290 4.444***	1.287 4.395***	1.272 4.288***	1.365 4.569***
Industrie ressources	-0.139 -0.617	-0.142 -0.637	-0.205 -0.960	-0.201 -0.934	-0.157 -0.721	-0.138 -0.621
Industrie base	-0.319 -2.141**	-0.319 -2.151**	-0.317 -2.235**	-0.334 -2.329**	-0.302 -2.085**	-0.321 -2.180**
Industrie générale	-0.264 -1.495	-0.248 -1.411	-0.315 -1.860*	-0.344 -2.003**	-0.228 -1.320	-0.324 -1.841*
Industrie bien cycliques	-0.669 -2.877***	-0.626 -2.703***	-0.744 -3.353***	-0.739 -3.295***	-0.688 -3.041***	-0.670 -2.908***
Industrie bien non cycliques	0.357 1.626	-0.355 1.625	0.355 1.697*	0.382 1.801*	0.368 1.725*	0.342 1.566
Industrie services cycliques	0.121 0.749	0.120 0.749	0.104 0.679	0.00879 0.570	0.136 0.861	0.00853 0.540
Industrie services non cycliques	0.288 1.096	0.268 1.022	0.193 0.768	0.191 0.751	0.277 1.085	0.219 0.838
Industrie financières	-0.535 -3.114***	-0.547 -3.206***	-0.660 -3.922***	-0.649 -3.838***	-0.560 -3.368***	-0.593 -3.437***
CA	-0.00401 -1.306	-0.00314 -1.005	-0.00231 -0.778	-0.00252 -0.846	-0.00233 -0.770	-0.00393 -1.301
Nombre de salariés	-0.000846 -0.230	-0.00103 -0.276	-0.00268 -0.758	-0.00216 -0.604	-0.00259 -0.713	-0.000796 -0.219
actionnariat salarié (continu)	0.122 1.373	0.158 2.078**	0.253 2.972***	0.224 2.883***	0.150 2.459***	0.143 2.069***
administrateur salarié (binaire)	0.173 0.959					
administrateur salarié (continu)		-0.00237 -0.633				
administrateur actionnaire salarié (binaire)			1.142 3.330***			
administrateur actionnaire salarié (continu)				0.750 2.785***		
administrateur actionnaire salarié syndicaliste (binaire)					1.631 2.725***	
administrateur actionnaire salarié exclusif (binaire)						0.878 2.018**
Interaction	-0.00973 -0.715	-0.0026 -0.784	-0.695 -3.800***	-0.435 -3.339***	-0.910 -3.011***	-0.456 -2.147**
R ²	0.265	0.270	0.33	0.317	0.306	0.284
R ² ajusté	0.195	0.201	0.267	0.252	0.24	0.216
F Fischer	3.794***	3.896***	5.201***	4.891***	4.645***	4.182***
N	152	152	152	152	152	152

*** : $p < 0.001$; ** : $p < 0.05$; * : $p < 0.1$

Les résultats du modèle 5 montrent que l'hypothèse 4 n'est pas validée. Contrairement à ce qu'aurait pu nous laisser penser la littérature, nous ne trouvons pas d'effet de modération négatif significatif de la présence d'administrateur salarié sur la relation actionnariat salarié – performance (et ceci pour les deux mesures, binaire [modèle 5] et continue [modèle 6]). Les résultats du modèle 7 ne valident pas notre hypothèse, mais montrent que la présence d'un administrateur actionnaire salarié modère négativement la relation actionnariat salarié – performance. Comme ces postes peuvent permettre aux syndicalistes d'avoir un poste d'administrateur salarié additionnel, nous avons cherché à savoir par le biais des modèles 9 et 10, s'il existait une différence selon « l'origine » de l'administrateur (syndicaliste ou représentant exclusif de l'association d'actionnaires salariés). Les résultats des modèles montrent qu'il n'y a pas de différence : un administrateur « actionnaire salarié », quelle que soit son « étiquette », modère toujours négativement la relation actionnariat salarié – performance.

4.3. DISCUSSION DES RESULTATS

Les résultats de cette étude nous permettent de dégager plusieurs éléments de réponses et de proposer des pistes de recherche. En premier lieu, cette étude apporte une confirmation supplémentaire : les entreprises disposant d'actionnariat salarié sont plus performantes que celles n'en disposant pas [modèles 2 et 3]. Ce lien positif semble désormais bien étayé comme le confirment plusieurs méta-analyses [Kruse et Blasi [1997], Sesil et alii [2001] et Kruse [2002] ; Doucouliagos [1995] pour une analyse élargie]. En revanche, l'étude récente de Faley et alii [2006] montrent que cette relation devient négative pour des niveaux élevés d'actionnariat salarié. Nos résultats, montrant que la relation entre actionnariat salarié pourrait être curvilinéaire, peuvent offrir une explication à l'absence de consensus des différentes études empiriques ayant testées cette relation. Ce nouvel élément, doit être analysé plus profondément, au cours de prochains travaux, par le biais d'une approche de type longitudinale, qui pourrait permettre de confirmer ce premier résultat. Si ce résultat se confirmait, il pourrait permettre d'envisager une explication possible à l'absence de consensus total des différentes études empiriques, ces dernières s'étant toujours basées sur un forme linéaire [Pierce et Rodgers 2004].

Un autre axe de cette recherche consistait à proposer un ensemble de variables potentiellement modératrices : la représentation des salariés et des actionnaires 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 en ce qui concerne les administrateurs salariés. Ainsi la présence de syndicalistes au CA n'a pas d'effet de modération négatif sur la relation actionnariat salarié – performance.

En ce qui concerne la représentation des actionnaires salariés, la littérature semblait hésiter entre un renforcement de l'efficacité du monitoring ou au contraire un enracinement facilité des dirigeants par présence de salariés hiérarchiquement dépendants. Cette étude montre que les administrateurs « actionnaires salariés » ont un effet de modération systématiquement négatif sur la relation actionnariat salarié – performance. On pouvait supposer que cela était dû à la présence d'administrateurs salariés « syndicalistes » qui accèdent à un poste d'administrateur supplémentaire par ce biais là. Les résultats des modèles 9 et 10 montrent que les administrateurs « actionnaires salariés », qu'ils soient syndicalistes ou représentants exclusifs de l'association d'actionnaires salariés (et généralement opposés à la représentation syndicale), ont un effet de modération négatif sur la relation observée. De ce point de vue, les associations d'actionnaires salariés qui se présentent comme des partenaires des dirigeants de l'entreprise et de ses actionnaires (voir sur ce point le guide FAS 2006 et les propositions de la FAS disponibles sur <http://www.fas.asso.fr/legislatif/index.php>) sont encore en quête d'une légitimité qui reste encore à établir en ce qui concerne leur représentation systématique au sein du gouvernement d'entreprise des sociétés concernées.

Au final, la relation actionnariat salarié – performance, même si elle se confirme, apparaît complexe, et doit être étudiée précisément, notamment par le biais d'études longitudinales. D'autre part, comme le souligne certains auteurs [Blasi, Conte and Kruse 1996 ; Pierce et Rodgers 2004], cette relation est influencée par un ensemble de variables modératrices, au premier rang desquelles, la présence d'administrateurs salariés et « actionnaires salariés ». Une voie de recherche fructueuse semble donc se dessiner.

RÉFÉRENCES

- Aglietta M., Reberioux A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel Economie, Paris.
- Alchian A. et Demsetz H., 1972, Production, Informations Costs and Economic Organization, *American Economic Review*, vol.62, n°5, pp 777-795.
- Alexandre H. et Paquerot M., 2000, Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, N°2, Juin, p. 5-29.

- Arcimoles (d') C-H., Brillet F., 2000, Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié : une revue de la littérature France/Grande-Bretagne/Etats-Unis, Actes du 11^e Congrès de l'AGRH, Lille, 16-17 novembre.
- Autenne A., 2005, Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié, Bibliothèque de la Faculté de Droit de l'Université Catholique de Louvain, Bruylant, Bruxelles.
- Beatty A., 1994, An empirical analysis of the corporate control, tax and incentive motivations for adopting leveraged employee stock ownership plans, *Managerial and Decision Economics* 15, pp 299-315.
- Ben-Ner A. et Jones D., 1995, Employee Participation, Ownership, and Productivity: A Theoretical Framework, *Industrial Relations*, Vol. 34, n^o4, pp.532-554.
- Benston G., 1985, The validity of profit-structure studies with particular reference to the FTC's line of business data, *American Economic Review*, vol.75, pp 37-67.
- Blair M., Kruse D., Blasi J., 2000, Employee Ownership: an Unstable Form or A Stabilizing Force, in Margaret M. Blair and Thomas Kochan (eds), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Blasi J., Conte M. and Kruse D., 1996, Employee Stock Ownership and Corporate Performance among Public Companies, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 50, Issue 1, pp 60-79.
- Borstadt L., Zwirlein T., 1995, ESOPs in Publicly Held Companies: Evidence on Productivity and Firm Performance, *Journal of Financial and Strategic Decision Making*, Vol. 8, n^o1, pp 1-13.
- Bradley K., Estrin S., Taylor S., 1990, Employee Ownership and Company Performance, *Industrial Relations*, vol.29, n^o3, pp 385-402.
- Brealey R. et Myers S., 1988, *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New-York.
- Brown S. et Fakhfakh F., 1999, Absenteeism and Employee Sharing: an Empirical Analysis based on French panel data, 1981-1991, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 52, Issue 2.
- Buchko A., 1992, Employee Ownership, Attitudes and Turnover: an Empirical Assessment, *Human Relations*, Vol.45, No.7.
- Buchko A., 1993, The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: an Integrated Causal Model and Path Analysis, *Journal of Management Studies*, Vol. 30 Issue 4.
- Caramelli M., 2003, Les facteurs de succès des plans internationaux d'actionnariat salarié: une revue de la littérature, 14^e Congrès de l'AGRH, Grenoble, 19-22 novembre 2003.
- Chang S., 1990, Employee Stock Ownership and Shareholder Wealth: an Empirical Investigation, *Financial Management*, vol.19, n^o1.
- Chang S., et Mayers D., 1992, Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* vol.32, pp 103-131.
- Chaplinsky S, Niehaus G., 1994, The Role of ESOPs in Takeover Contests, *Journal of Finance*, vol.49, n^o4, pp 1451-1470.
- Conte M., et Svejnar J., 1990, The Performance Effects of Employee Ownership Plans, in Blinder A. (ed.) *Paying for Productivity: A Look at the Evidence*, pp 143-172. Brookings.
- Conte M. et Tannenbaum A., 1978, Employee owned companies: Is the difference measurable? *Monthly Labor Review*, 101, 7, pp. 23-28.
- Craig B., Pencavel J., 1992, The Behavior of Worker Cooperatives : The Plywood Companies of the Pacific Northwest, *American Economic Review*, vol.85, n^o5.
- Craig B., Pencavel J., 1994, The Empirical Performance of Orthodox Models of the Firm: Conventional Firm and Worker Cooperatives, *Journal of Political Economy*, vol.102, n^o4.

- Craig B., Pencavel J., Farber H., Krueger A., 1995, Participation and Productivity : A Comparison of Worker Cooperatives and Conventional Firms in the Plywood Industry, Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics, vol.1995.
- Davidson W. et Worell D., 1994, A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance, Akron business and economic review, vol. 21, pp 7-19.
- 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 Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica.
- Desbrières Ph., 2002, Les actionnaires salariés, Revue Française de Gestion, vol.28, n°141, novembre-décembre 2002, pp 255-281.
- Dondi J., 1992, Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux 1.
- Doucouliagos C., 1995, Worker Participation and Productivity in Labor-Managed and Participatory Capitalist Firms: A Meta-Analysis, Industrial and Labor Relations Review, Vol. 49, Issue 1., pp 58-77.
- Fakhfakh F., 2004, The Effect of Profit Sharing and Employee Share Ownership on Quits: Evidence from a French Panel Firms, Employee Participation, Firm Performance and Survival, Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor Managed Firms, vol.8, pp 129-147, Elsevier, USA.
- Faleye O., Mehrotra V., Morck R., 2006, When Labor Has a Voice in Corporate Governance, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol.41, n°3, pp 489-510.
- FAS Fédération Française des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés. 2006. *Guide de l'actionnaire salarié*. 6^e édition
- Fischer F. et Mc Gowan J., 1983, On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits, American Economic Review, vol.73, pp 82-97.
- Fitzroy, F. et Kraft, K., 1987, Cooperation, productivity and profit sharing, Quarterly Journal of Economics, vol.102, pp 23-35.
- Frohlich N., Godard J., Oppenheimer J., Starker F., 1998, Employee versus Conventionally-Owned and Controlled Firms: An Experimental Analysis, Managerial and Decision Economics, vol.19, n°4-5, pp 311-326
- Furubotn E., 1976, The Long-Run Analysis of the Labor-Managed Firm: An Alternative Interpretation, American Economic Review, vol.66, n°1, pp 104-123.
- Gamble J., 2000, Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration, Journal of Business Venturing, vol.15, pp 433-447.
- Gamble J., Culpepper R. et Blubaugh M., 2002, ESOPs and Employee Attitudes: The Importance of Empowerment and Financial Value, Personnel Review, Vol.31, n°1, pp.9-26.
- GAO, General Accounting Office, 1987, Employee stock ownership plans: little evidence of effects on corporate performance, GAO/PEMD-88-1, Washington, DC: General Accounting Office, 1987.
- Gharbi H., 2005, Actionnariat salarié : mécanisme de contrôle ou levier d'enracinement ?, Journée Développement Durable, AIMS-IAE Aix en Provence, 11 mai 2005.
- Gharbi H., 2006, Actionnariat salarié : un tremplin à l'enracinement managérial, XV^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique (AIMS), Annecy/Genève, 13-16 juin 2006.

- Gordon L., Pound J. 1990. ESOPs and Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp 525-555.
- Hallock D., Salazar R., Venneman S., 2003, A Research Model to Investigate the Organisational Impact of an ESOP, *International Journal of Sociology and Social Policy*, vol.23, n°12, pp 47-63.
- Iqbal Z. et Hamid S., 2000, Stock price and operating performance of ESOP firms: A time-series analysis, *Quarterly Journal of Business and Economics*, summer, vol.33, n°9, pp 25-47.
- Jaccard J., Turrisi R., Wan C., 1990, Interaction effects in Multiple Regression, Sage University Paper Series on Quantitative Application in the Social Sciences, n°72, Sage.
- Jensen M. et Meckling W., 1979, Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination, *Journal of Business*, 52, pp 469-506.
- Jones D., 1993, The Productivity Effects of Employee Ownership Within Command Economies: Evidence from Poland, *Managerial and Decision Economics*, vol.14, n°5, pp 475-485.
- Jones D. et Kato T., 1993, The Scope, Nature, and Effects of Employee Stock Ownership Plans in Japan, *Industrial and Labor Relations Review*, vol.46, n°2, pp 352-367.
- Jones D. et Kato T., 1995, The productivity effects of employee ownership plans: evidence from a Japanese panel data, *American Economic Review*, vol. 85, pp 391-414.
- Klein K., 1987, Employee Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models, *Journal of Applied Psychology*, vol.72, pp 319-332.
- Kruse D. 1991. Profit Sharing and Employment Variability: Microeconomic Evidence on the Weitzman Theory. *Industrial and Labor Relations Review* vol. 44, n°3, pp 437-453
- Kruse D. 2002. Research Evidence on the Prevalence and Effects of Employee Ownership. *Journal of Employee Ownership, Law and Finance* vol. 14, n°4, pp 65-90
- Kruse, D. et Blasi, J., 1997, Employee ownership, employee attitudes, and firm performance: A review of the evidence, in Mitchell D. J. B., Lewin D. et Zaidi M. (eds), *Handbook of Human Resource Management*, Greenwich, JAI Press, pp. 113–151.
- Kruse, D., et Blasi, J., 1999, http://www.nceo.org/library/esop_perf.html
- Kumbhakar, S. et Dunbar, A., 1993, The elusive ESOP-productivity link. Evidence from U.S. firm level data, *Journal of Public Economics*, 52, pp 273-283.
- Kuvaas B., 2003, 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, pp 193-212.
- Livingston D., Henry J., 1980, The Effect of Employee Stock Ownership on Corporate Profits, *Journal of Risk and Insurance*, vol.47, n°3, pp 491-505.
- Long R., 1978a, The Effects of Employee Ownership on Organizational Identification, Job Attitudes and Organizational Performance: a Tentative Framework and Empirical Findings, *Human Relations*, No.31, pp.29-48.
- Long R., 1978b, The Relative Effects of Share Ownership versus Control on Job Attitudes in an Employee-Owned Company, *Human Relations*, No.31, pp.753-763.
- Long R., 1979, Desire for and Patterns of Worker Participation in Decision Making after Conversion to Employee Ownership, *Academy of Management Journal*, vol.22, n°3, pp 611-617.
- Long R., 1980, Job Attitudes and Organizational Performance under Employee Ownership, *Academy of Management Journal*, Vol. 23, Issue 4.
- Long R., 1982, Worker Ownership and Job Attitudes: a Field Study, *Industrial Relations*, Vol.21, n°2, pp. 196-215.

- Lougee B., 1999, An Empirical Investigation of the Implications of Employee Ownership for the Agency Problem and the Information Content of Earnings. Ph.D. Dissertation, Cornell University, Ithaca, NY.
- Marsh T., et Mc Allister D., 1981, ESOPs tables: A survey of companies with employee stock ownership plans, *Journal of Corporation Law*, vol. 6, pp 551-623.
- Mc Kersie R., 2003, Union-Nominated Directors: A New Voice in Corporate Governance, in *Negotiations and Change: From the Workplace to Society*, Kochant T. et Lipsky D. (eds.), Cornell University Press.
- Mehran H., 1999, Unleashing the Ownership Dynamic—Creating Connections Through Engaged Ownership—A Research Summary, Lincolnshire, Hewitt Associates.
- Meyer J. et Allen N., 1991, A Three-Component Conceptualization of Organizational Commitment, *Human Resource Management Review*, Vol.1, pp.61-89
- Meyer J. et Allen N., 1997, *Commitment in the Workplace*, SAGE.
- NCEO. 2005. Données disponibles sur http://www.nceo.org/library/eo_stat.html:
- Oswald S., Jahera J., 1991, The Influence of Ownership on Performance: an Empirical Study, *Strategic Management Journal*, vol.12, n°4, pp 321-326.
- Park R., Kruse D., Sesil J., 2004, Does employee ownership enhance firm survival ?, in *Employee Participation, Firm Performance and Survival*, *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, vol.8, pp 3-33, Elsevier.
- Park S, Song M., 1995, Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders, *Financial Management*, vol. 24,n°4, pp 52-65.
- Pendleton, A., Wilson, N., and Wright, M., 1998, The Perception and Effects of Share Ownership: Empirical Evidence from Employee Buy-outs, *British Journal of Industrial Relations*, 36 (1), pp 99-123.
- Pendleton A., 2001. *Employee Ownership, Participation and Governance. A study of ESOPs in the UK*, Routledge, London and New York.
- Perotin V, Robinson A. 2002. *Employee Participation in Profit and Ownership: A Review of the Issues and Evidence. Report for the European Parliament, November, Social Affairs Series, SOCI 109 EN*
- Pierce J., Rubinfeld S. A., Morgan S., 1991, Employee ownership : a conceptual model of process and effects, *Academy of Management Review*, vol.16, pp 121-144.
- Pierce J., Kostova T., Dirks K., 2001, Toward a Theory of Psychological Ownership in Organizations, *Academy of Management Review*, vol.26, n°2, pp 298-310.
- Pierce J., Rodgers L., 2004, The Psychology of Ownership and Worker-Owner Productivity, *Group and Organization Management*, vol.29, n°5, pp 588-613.
- Poulain-Rehm T., 2006, L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ?, *AFFI*, Poitiers, 26-27 juin.
- Pugh W, Jahera J, Oswald S. 1999. ESOPs, Takeover Protection, and Corporate Decision-Making. *Journal of Economics and Finance*, vol.23, n°2, pp170-185.
- Rhodes S., et Steers R., 1981, Conventional vs. Worker-Owned Organizations, *Human Relations*, Vol.34, No.12, pp.1013-1035.
- Riketta M., 2002, Attitudinal Organizational Commitment and Job Performance: a Meta-Analysis, *Journal of Organizational Behavior*, No.23, pp.257-266
- Rosenstein S, Wyatt J., 1997, Inside Directors, Board Effectiveness and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* vol.44, pp 229-250.

- Sauviat C., 2006, Le rôle des salariés dans la gouvernance des entreprises en France : Un débat ancien, une légitimité en devenir, Document de travail IRES, n°06.02, Avril
- Sesil J., Kruse D., Blasi J., 2001, Sharing ownership via Employee Stock ownership, Discussion Paper n°2001/25, UNU/WIDER.
- 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.
- Trebucq S., d'Arcimoles C-H., 2002, The effects of ESOPs on performance and risk : Evidence from France, 11th Conference of the International Association for the Economics of Participation, Catholic University of Brussels, Bruxelles, 4-6 juillet 2002.
- Trehitt L., 2000, Employee Buyouts and Employee Involvement: a Case Study Investigation of Employee Attitudes, Industrial Relations Journal, vol.31, n°5.
- Vandewalle D., Van Dine L. et Kostova T., 1995, Psychological Ownership: an Empirical examination of its Consequences, Group and Organization Management, Vol.20, Issue 2, pp. 210-226.
- Vaughan-Whitehead D., 1992, Intéressement, participation, actionnariat: impacts économiques dans l'entreprise, Economica, Paris.
- Webb C., 1912, Industrial cooperation: the story of a peaceful revolution, Manchester, Cooperative Union.
- Weitzman M. 1985, The Simple Macroeconomics of Profit Sharing American Economic Review, vol. 75, n°5, pp 937-953.
- Welbourne, T., et Cyr, L. 1999, Using ownership as an incentive, Group and Organization Management, vol.24, n° 4, pp 438-460
- Wilson N. et Peel M., 1991, The Impact on Absenteeism and Quits of Profit-Sharing and Other Forms of Employee Participation., Industrial and Labor Relations Review, Vol. 44 Issue 3.