

L'actionnariat salarié : *un tremplin à l'enracinement managérial*

Héla GHARBI

CREPA- Université PARIS DAUPHINE

2 passage de la bonne graine

75011 Paris

Email : gharbi_hela@yahoo.fr

hela.gharbi@dauphine.fr

Résumé :

S'inscrivant dans le cadre du système de gouvernance des entreprises, notre recherche porte sur un mécanisme de contrôle interne particulier : les salariés actionnaires. Mobilisant la théorie de l'agence ainsi que la théorie d'enracinement des dirigeants, nous nous proposons d'étudier le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des entreprises, précisément dans le cadre des stratégies d'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 met en évidence l'influence des aspects managériaux de l'actionnariat salarié.

Mots clés :

Actionnariat salarié, Enracinement des dirigeants, Gouvernance des entreprises, Mécanismes de contrôle.

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'étudier un mécanisme de contrôle 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.

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*

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

devient un partenaire qui investit dans son entreprise... il contribue à renforcer le gouvernement d'entreprise » (Bompoint et Marens, 2004 ; p. 56).

Afin de répondre à l'objet de notre recherche, nous organisons notre article 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. 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.

I- La nature de la relation entre actionnariat salarié et enracinement du dirigeant : *ancrage théorique*

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 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.

I-1 L'actionnariat salarié : mécanisme de contrôle

Si les travaux portant sur la gouvernance des entreprises, et plus spécifiquement sur l'efficacité des mécanismes de contrôle mis en place afin de limiter le risque d'un comportement discrétionnaire des dirigeants sont nombreux et variés, peu de recherches se sont intéressées, du moins empiriquement, à l'efficacité des salariés en tant que mécanisme de contrôle.

Afin d'analyser l'aptitude des salariés actionnaires à exercer un pouvoir disciplinaire sur les dirigeants, nous exposons dans un premier temps le pouvoir disciplinaire lié au statut de salarié. Nous présentons, dans un deuxième temps, le pouvoir disciplinaire inhérent au statut d'actionnaire.

1 Le pouvoir disciplinaire lié au statut de salarié

Ayant pour objectif de montrer que les salariés sont susceptibles d'exercer un contrôle sur les supérieurs hiérarchiques, nous présentons une brève revue de la littérature (Fama, 1980; Aoki, 1990; Paquerot, 1996; Charreaux, 1997a) qui illustre ce phénomène.

Pouvoir disciplinaire des salariés : 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).

Fama (1980) et Aoki (1990) ont aussi soutenu l'existence d'un possible contrôle par le bas². Fama³ relève ainsi l'interdépendance entre les performances d'un employé d'un rang intermédiaire avec les responsables hiérarchiquement au-dessous et au-dessus. Cette interdépendance entre les performances implique une corrélation avec leur rémunération, ce qui expliquerait alors l'intérêt d'un contrôle par le bas des managers par exemple. Par ailleurs, puisque l'évaluation des salariés par le marché du travail est liée à la performance globale, les salariés ont un intérêt certain à contrôler la gestion de leurs supérieurs. La sanction la plus probable qu'ils sont en mesure d'exercer, est le départ des employés les plus dynamiques quand l'entreprise réalise de mauvaises performances (Paquerot, 1996, p.119).

De plus, Aoki (1990 ; p.24) souligne, que le partage des rentes et la prise en compte des intérêts des employés dans la détermination de la politique de l'entreprise n'est plus la preuve d'une bienveillance des propriétaires ou des managers, mais plutôt le moyen d'inciter les employés à faire preuve de coopération et d'assiduité au travail. Le contrôle par le bas au sens d'Aoki s'exerce dans la mesure où les employés peuvent mettre fin à leur coopération initiale avec les managers (coordination verticale) s'ils estiment qu'ils ne sont pas traités équitablement par les managers dans le cadre des prises de décision.

² Maati (1999) cite, entre autres, les travaux de Mintzberg (1986) qui appuient l'idée d'un possible contrôle par le bas. C'est le cas du « jeu du coup de sifflet » : où un initié peut, à partir d'informations privilégiées, alerter un détenteur d'influence interne ou externe d'un comportement sujet à caution. A charge pour lui d'engager une procédure de contrôle et de sanction en cas d'anomalie.

³ « *Less well appreciated, however, is the monitoring that takes place from bottom to top. Lower managers perceive that they can gain by stepping or shirking over less competent managers above them* » (Fama, 1980; p. 293)

Dans l'ensemble de ces perspectives, les salariés paraissent comme des acteurs contrôleurs disposant d'un accès privilégié à l'information et capables d'exercer un pouvoir disciplinaire sur les dirigeants. Précisons que l'intensité de leur contrôle sur les dirigeants dépend néanmoins de la valeur de leur investissement en capital humain (Desbrières, 1997).

Pouvoir disciplinaire des salariés via leur représentation auprès des organes de

contrôle : Bien qu'il soit opposé à l'existence d'un contrôle hiérarchique de la part des individus de rang inférieur, Maati (1999, p.118) soutient la possibilité d'exercice de ce contrôle sous forme de pression entre groupes. L'auteur souligne l'importance de la détention de l'information par les salariés : *« Ce type de contrôle est d'autant plus efficace que les autres membres de l'organisation disposent de connaissances précises sur son fonctionnement interne et peuvent être plus efficaces que les individus extérieurs. L'information dont ils disposent, peut-être chacun de façon parcellaire, est néanmoins un outil dissuasif pour le dirigeant déviant »*. Il relève aussi l'influence accrue d'un contrôle exercé au moyen d'une action collective. Les salariés peuvent ainsi bénéficier de représentants « formels » tels que les délégués du personnel, les membres du comité d'entreprise et les délégués syndicaux pour défendre leurs intérêts auprès de la direction. Notons cependant que l'efficacité de ce type de contrôle pourrait être limitée d'une part par le poids des représentants des salariés, dépendant de l'effectif total. Ce contrôle peut être limité, d'autre part, par l'accès encadré des salariés à l'information et par un manque possible de légitimité de représentation auprès des organes de contrôle.

En résumé, le contrôle « effectif » des dirigeants par les salariés peut être exercé de trois manières possibles; soit :

- Directement par l'ensemble des salariés, tel que précisé précédemment (Fama, 1980 ; Aoki, 1990) ;
- *Via* les représentants (syndicaux) du personnel auprès de la direction de la firme (Maati, 1999). En effet, les salariés ainsi que les syndicats représentent des mécanismes de contrôle internes⁴ dans la mesure où ils sont considérés comme des « *Stakeholders immédiats* » (Yoshimori⁵, 1995).

⁴ Charreaux (1997) précise, quant à lui, qu'il est préférable de substituer le critère de *spécificité* de ce contrôle à celui d'*internalité* et par conséquent de considérer les salariés comme un mécanisme de contrôle spécifique puisqu'ils sont propre à l'entreprise et que leur action influence exclusivement les décisions des dirigeants de cette entreprise.

⁵ Cité dans Charreaux (1997), "Vers une théorie du gouvernement des entreprises", In *Le Gouvernement des Entreprises*, G. Charreaux éd., Ed. Economica, p. 421-469.

- Par les représentants de ces salariés auprès des organes de contrôle (Desbrières, 1997, 2002). La présence facultative des représentants des salariés en qualité d'administrateurs⁶ aux conseils d'administration et de surveillance a été offerte aux entreprises relevant du secteur privé depuis l'ordonnance du 21 octobre 1986.

Dans la mesure où la nomination des salariés au conseil dépend de la simple volonté des actionnaires⁷ (Maati, 1999), les salariés devraient, selon nous, représenter un « soutien » pour surveiller et contrôler efficacement les dirigeants afin d'éviter le risque d'un management discrétionnaire (Charreaux, 1996 ; 1997). L'aptitude des salariés à contrôler semble dépendre de leur accès à l'information, de la valeur de leur capital humain, de leur représentation auprès des organes de contrôle et surtout de leur degré de dépendance envers les dirigeants (Desbrières, 2002). La théorie de l'agence soutient ainsi l'utilité d'inciter les salariés à opérer un contrôle plus efficace sur les dirigeants, en leur permettant d'être d'acquérir le statut d'actionnaire de leur entreprise.

2 Le pouvoir disciplinaire joint au double statut d'actionnaire salarié

Les plans d'actionnariat ont été conçus notamment pour inciter les salariés à œuvrer dans le sens des intérêts des actionnaires (Gamble, 2000).

Pouvoir disciplinaire des salariés actionnaires : 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 : p.437).

Les salariés actionnaires bénéficient, comme leur appellation l'indique, d'une double « casquette » au sein des firmes :

⁶ En dehors des dispositions légales concernant leur nomination et la cessation de leurs fonctions [le salarié élu administrateur est en effet protégé; son licenciement ne peut être prononcé que par le bureau de jugement du conseil des prud'hommes statuant en référé et sa révocation en tant qu'administrateur ne peut être prononcée que par le président du Tribunal de grande instance (statuant en référé à la demande de la majorité des membres du CA ou du CS) pour faute de l'intéressé dans l'exercice de son mandat (les autres administrateurs étant révocables à tout moment par l'AGO des actionnaires sans justification particulière)], ceux-ci disposent du même statut, des mêmes droits, des mêmes pouvoirs et des mêmes responsabilités que les administrateurs nommés par l'assemblée générale ordinaire (AGO) des actionnaires. Le nombre des administrateurs ne peut être supérieur à cinq (quatre si la société n'est pas cotée) ni excéder le tiers du nombre des autres membres du conseil (celui-ci étant composé de trois membres au moins à vingt quatre au plus). (Desbrières, 1997; p.400-401).

⁷ « L'obtention de sièges au conseil n'est envisageable, dans la très grande majorité des cas, que par la bonne grâce d'un des requérants de référence » (Maati, 1999).

- Ils sont d'une part salariés de la firme : employés par la firme, ils sont hiérarchiquement dépendant du dirigeant. Leur relation⁸ avec les dirigeants est régie par une relation d'agence dans la mesure où le dirigeant les emploie et leur délègue des tâches bien déterminées.
- Ils sont d'autre part représentant des détenteurs de blocs d'actions, donc des propriétaires de la firme. La relation qui les lie, grâce à leur statut de propriétaire, au dirigeant correspond à la relation d'agence « classique » liant les propriétaires (principal) aux dirigeants gestionnaires (agent). Cette dernière suppose alors que le dirigeant est employé par ces salariés actionnaires au nom des fonds qu'ils détiennent et qu'il doit par conséquent leur rendre des comptes. Comme le stipule par ailleurs la théorie de l'agence, les salariés actionnaires peuvent avoir la possibilité de contrôler le dirigeant au niveau des organes de contrôle de la firme (Assemblées générales d'actionnaires).

Les plans d'actionnariat attribuent aux salariés actionnaires une double source d'information en bénéficiant des avantages liés aux deux statuts. La position occupée par les salariés actionnaires devrait alors leur accorder plus de moyens pour contrôler efficacement, d'une part le dirigeant, et d'autre part la conformité de ses décisions avec leurs propres intérêts. L'observation directe des comportements du dirigeant (Aoki, 1990) permet d'avertir les autres parties prenantes au sein de la firme, au cas où le dirigeant ferait preuve d'un comportement discrétionnaire. French (1987) soutient en effet 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.

Dans la mesure où les salariés actionnaires ne détiennent généralement que des parts minoritaires du capital (Girard, 2001), ils ne peuvent *a priori* pas exercer un contrôle aussi efficient que celui exercé par les actionnaires dominants (Nabet, 2000). Cependant, les salariés actionnaires peuvent disposer d'autres leviers d'action.

Pouvoir disciplinaire des représentants des salariés actionnaires au sein des organes de contrôle : Etant considérés comme des « *stakeholders* » dans l'entreprise (Yoshimori, 1995), les salariés actionnaires disposent théoriquement des mêmes droits que tous les autres

⁸ Telle que définie par Jensen et Meckling (1976), la relation d'agence est « *un contrat dans lequel une ou plusieurs personnes a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent* ». Cette théorie s'applique donc à

actionnaires. En devenant actionnaires, les salariés acquièrent une légitimité supplémentaire pour contrôler les dirigeants. Ils disposent donc de divers moyens pour contrôler les dirigeants :

- Via le statut d'actionnaire, le contrôle des salariés s'exerce au travers du droit de vote. Ces droits de vote sont alors utilisés dans le cadre des assemblées d'actionnaires (AGO ou AGE). Ils participent aussi à la nomination des administrateurs. Ce type de contrôle se trouve néanmoins pondéré et limité par le pourcentage d'actions détenu, qui n'avantage souvent pas les salariés actionnaires. « ... *Outre les informations privées qu'ils détiennent en tant qu'employés, 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* » (Desbrières, 1997 ; p.406).
- Via leur représentation sous une forme associationnelle. « *Les actionnaires salariés ont la possibilité d'exercer un contrôle actif sur les décisions de la coalition de contrôle en créant ou en rejoignant une coalition dissidente. Ces actionnaires se réunissent sous la forme 'associationnelle' »* (Girard, 2001 : p.130). En effet, l'activisme « apparent » des actionnaires minoritaires concerne aussi les actionnaires salariés. Le regroupement de ces derniers dans le cadre d'associations souvent indépendantes des syndicats⁹ reflète, à notre avis, la prise de conscience de la nécessité d'affirmer et de défendre leurs intérêts.
- Via leur représentation auprès des organes de contrôle : La loi française permet aux salariés actionnaires de plus de 3%¹⁰ (Loi Fabius, 2001) de la société qui les emploie de bénéficier d'une surreprésentation au sein du conseil par un administrateur ou deux.

différentes catégories d'acteurs tant qu'ils sont en présence d'une relation régie par contrat, où un acteur donné délègue une tâche (ou un service) précise à un autre acteur.

⁹ La nécessité de l'indépendance des associations d'actionnaires salariés des syndicats a été ressentie et démontrée lors des entretiens semi-directifs que nous avons menés dans le cadre d'une étude exploratoire et que nous exposerons ultérieurement. En effet, Hirigoyen (1997) énonce que « les syndicats quand ils ne sont pas hostiles à la présence d'un actionnaire salarié, entendent rester les seuls représentants légitimes des salariés. D'où des conflits sans fin... ».

¹⁰ Précisons que ce seuil ne comprend que les actions des salariés détenues au titre d'une gestion collective (cas des fonds communs de placement [FCPE], des plans d'épargne entreprise [PEE] ou des actions directement détenues à travers les formules légales d'actionnariat pendant la période d'indisponibilité).

Gamble (2000 ; p.437) souligne que les salariés propriétaires occupent une place privilégiée dans la firme qui favorise un contrôle et une surveillance plus efficace des dirigeants dans la mesure où ils bénéficient d'une proximité physique avec le top management. Cette proximité leur accorde aussi un accès à une information détaillée concernant les activités de la firme. Desbrières précise (1997 ; p.403) 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... »*.

En conclusion, les salariés actionnaires peuvent être perçus comme des acteurs ayant un rôle considérable dans la gouvernance des entreprises puisqu'ils représentent un important moyen pour contrôler les dirigeants. 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 ? Cette proximité, n'incarne-t-elle pas le moyen d'augmenter la dépendance des salariés actionnaires envers les dirigeants et de favoriser leur enracinement au sein de la firme ?

I-2 L'actionnariat salarié 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. Soutenu par la dépendance des salariés actionnaires envers eux (paragraphe 1), les dirigeants réussissent à transformer l'actionnariat salarié en un levier d'enracinement (paragraphe 2).

1 Dépendance des salariés actionnaires envers les dirigeants

Les dirigeants peuvent faire appel à différentes modalités d'enracinement (Paquerot, 1996, 1997 ; Pichard-Stamford, 1998). Ils peuvent ainsi utiliser les contrats implicites ou peuvent faire usage de stratégies de coopération afin de rallier certains acteurs à « leur propre cause »

et éviter par conséquent de subir certains mécanismes de contrôle. La théorie de l'agence fixe deux conditions nécessaires pour que le contrôle qu'endurent les dirigeants soit efficace. Ces conditions regroupent la compétence des contrôleurs et leur motivation (Parrat, 1999; p.58) ainsi que leur indépendance (Alexandre et Paquerot, 2000). L'efficacité de ces mécanismes peut par conséquent être remise en cause à travers le contournement de ces conditions d'efficacité.

Deux mécanismes de dépendance peuvent être mis en œuvre par le dirigeant : Les contrats implicites signés avec les salariés et / ou les stratégies éventuelles de coopération.

Les contrats implicites : Le dirigeant a effectivement la possibilité d'utiliser sa position stratégique afin d'établir des contrats avec les différentes parties prenantes (salariés, fournisseurs, banques...) 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 l'enracinement les dirigeants. Les salariés peuvent ainsi accepter de passer des contrats implicites avec les dirigeants (une plus grande productivité en échange de perspectives de promotion) si ces derniers ont la réputation de tenir leurs engagements. Paquerot (1996) souligne que ces contrats peuvent être précieux pour les actionnaires puisqu'ils permettent de garder les salariés de valeur dans l'entreprise ou d'attirer des cadres dynamiques assurés de pouvoir faire carrière dans l'organisation. L'auteur indique que les dirigeants doivent au préalable choisir de nouer des relations avec les employés les plus performants, ceux qui produisent plus que ce qu'ils ne coûtent à l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1989).

Parrat (1999) précise que les promesses de promotion ou d'augmentation de salaires visent à obtenir le soutien des salariés en cas de conflits d'intérêts avec les actionnaires. Les salariés peuvent ainsi percevoir que leur rémunération est contingente à la continuité de l'équipe dirigeante. Ce type de contrats implicites peut cependant se révéler contraire aux intérêts des autres *stakeholders*. Le dirigeant soucieux de son enracinement peut accorder des conditions très favorables aux salariés, afin de s'assurer de leur soutien, aux dépens des autres partenaires de la firme.

La coopération comme mécanisme de dépendance : « *La théorie de l'agence qui s'intéresse aux relations de coopération entre individus possède un champ de recherche privilégié dans l'étude du fonctionnement interne des organisations et dans l'explication des structures hiérarchiques* » (Charreaux, 1989 ; p.3). Dans nombre de recherches, la question de la confiance a été abordée dans le cadre du processus de coopération entre agents. Parrat (1996) note que lorsqu'un partenaire accorde sa confiance à un dirigeant, il renoncera, au moins en partie, à instaurer des mécanismes de contrôle sévères. Il précise que les deux parties, contrôleur et contrôlé, sont engagées dans une coopération qui peut ou non s'appuyer sur une confiance préalable entre les acteurs.

Plaçant la confiance au centre du processus coopératif, Breton et Wintrobe (1982) la décrivent comme étant un actif qu'un individu construit lorsqu'il accepte de renoncer à des avantages de court terme au profit d'avantages à plus long terme. La confiance à l'intérieur d'un réseau permet de réduire les contrôles entre les personnes membres de la relation de confiance et ainsi de diminuer les coûts d'agence. Parrat (1996) note ainsi que par l'établissement ou l'intégration de réseaux de confiance internes et externes, les dirigeants entendent bénéficier du soutien de ses réseaux en cas de besoin.

En « assujettissant » les salariés actionnaires aux dirigeants, les stratégies de coopération et les contrats implicites semblent à même de remettre en cause l'efficacité du contrôle des dirigeants par les salariés actionnaires.

2 L'actionnariat salarié au service de l'enracinement des dirigeants

En dépit des avantages procurés à l'entreprise par l'actionnariat salarié, en termes de productivité (Conte et Svejnar, 1989) et de comportements des salariés, d'Arcimoles et Trébucq (2003 ; p.4) précisent que l'actionnariat salarié ne constitue pas nécessairement un facteur d'accroissement de valeur actionnariale. En effet, « *il est possible... que les coûts d'information, de gestion et de rémunération engagés par ce dispositif absorbent la totalité des gains de productivité. On peut craindre ... que l'actionnariat salarié ne soit utilisé comme un outil de défense par la direction en place, favorisant ainsi l'enracinement des managers, au dépens des actionnaires* ».

La plupart des recherches sur l'actionnariat salarié ont porté sur les ESOPs (Employee Stock Ownership Plans) américains¹¹. Deux courants s'affrontent quant aux effets de l'adoption d'un plan d'actionnariat salarié (ESOPs) (Pugh, Jahera et Oswald, 1999). Nasar (1989) affirme ainsi que les ESOPs peuvent porter préjudice aux intérêts des actionnaires dans la mesure où ils peuvent servir l'enracinement de managers incompetents et inefficaces tout en offrant une source de motivation aux salariés, afin d'augmenter leur productivité. Rosen (1989) avance cependant que les ESOPs permettent d'augmenter la productivité puisqu'ils associent les plans d'actionnariat à l'augmentation de leur rémunération.

Malgré ses effets positifs sur la productivité ou encore sur la baisse du « turnover » des employés... (Ryterband, 1991), l'actionnariat salarié peut être considéré comme un moyen de défense anti-OPA. En effet, l'utilisation des ESOPs comme mécanisme de prévention contre les tentatives de prises de contrôle a été mise en exergue dans le cadre de plusieurs travaux (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, p. 125) affirment que les défenses anti-OPA¹² sont censées favoriser l'enracinement des dirigeants dans la mesure où les OPA induisent souvent la révocation des dirigeants. Les réactions du marché financier montrent en effet 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 (Chang, 1990; Dhillon et Ramirez, 1994). Gordon et Pound (1990) suggèrent que les managers peuvent effectivement utiliser les actions des salariés (ESOPs), 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.

Pugh, Jahera et Oswald (1999) soulignent que les ESOPs augmentent le pouvoir (droits de vote) des dirigeants de la firme s'ils sont considérés comme des actions¹³ « amies ». En effet, si les nouveaux actionnaires sont considérés comme des « alliés » des managers avec sans (ou peu) autorité sur les prises de décision, les dirigeants peuvent en profiter pour avoir un avantage en terme de contrôle.

¹¹ Ces plans d'actionnariat ont deux particularités qui les distinguent des autres types d'actionnariat. Ils sont d'une part initiés par les dirigeants de manière discrétionnaire et ils sont d'autre part gérés par un gestionnaire (trustee) nommé par les dirigeants.

¹² Pour une revue de la littérature sur les mécanismes anti-OPA, voir aussi les travaux de Sundaramurthy (2000).

¹³ « friendly shares » (1999, p. 174).

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.*

En cumulant le statut d'actionnaire, les salariés acquièrent un certain nombre de droits. Ces droits et avantages dépendent notamment des droits de vote qui leur sont accordés. Le partage du pouvoir dans une firme est particulièrement apprécié en fonction de la répartition des droits de vote entre les différentes catégories d'actionnaires.

Le poids des salariés actionnaires, en termes de droits de vote détenus, réduit considérablement la probabilité d'une prise de contrôle (Shivdasani, 1993; Chaplinsky et Niehaus, 1994; Beatty, 1995). Par ailleurs, Chang (1990) énonce qu'en présence d'ESOPs défensifs, les actionnaires jugent que les droits de vote attachés aux actions concernées sont contrôlés par les dirigeants qui, poursuivant une stratégie d'enracinement, cherchent à échapper à la discipline du marché des prises de contrôle.

Etant donnée l'importance des droits de vote dans l'analyse de la distribution de pouvoir entre actionnaires-managers-administrateurs (St Pierre et *al.*, 1996) et dans l'étude la capacité d'influence des assemblées générales (Desbrières, 2002), nous intégrerons le poids des salariés actionnaires en termes de droits de vote pour pondérer ce pouvoir et en étudier l'influence sur l'enracinement des dirigeants. Nous émettons par conséquent une hypothèse (2), selon laquelle :

Hypothèse 2 : *le pourcentage des droits de vote détenus par les actionnaires salariés favorise l'enracinement des dirigeants.*

L'analyse explicative des hypothèses émises (1 et 2) 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 seuil¹⁴ de détention des actions, notamment le seuil de 3% quant à leur droit à une surreprésentation au conseil et

¹⁴ Pour un exposé détaillé des prérogatives accordées aux actionnaires avec ou sans condition, voir A. Couret (2002).

le seuil de 5% quant à l'acquisition de certains droits spécifiques¹⁵ ; 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 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.

Les résultats de l'analyse explicative des hypothèses théoriques sont exposés dans le cadre de la partie empirique suivante.

II ANALYSE EMPIRIQUE

Nous présentons dans un premier temps la méthodologie de la recherche. Puis, dans un second temps, nous exposons une synthèse des principaux résultats.

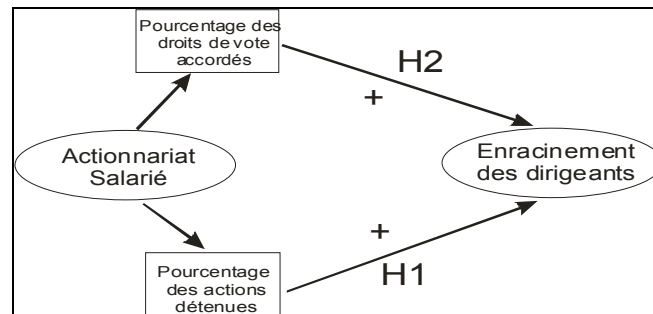
II-1 La méthodologie de recherche

Afin de tester les hypothèses théoriques H1 et H2 (schéma 1), nous avons adopté, dans le cadre de la phase exploratoire, une première approche de nature qualitative (paragraphe 1)

¹⁵ Desbrières (2002 ; p.264) précise ainsi qu' « en droit français, tout actionnaire peut se faire communiquer différents documents sur la gestion des affaires sociales et sur la vie sociale en général, dans la mesure où ces informations sont compatibles avec le secret des affaires. Il peut aussi poser par écrit des questions auxquelles le CA ou le directoire sera tenu de répondre lors de la prochaine assemblée. Des droits spécifiques sont données aux actionnaires représentant au moins 5% du capital : interrogation par écrit, deux fois par exercice, du président du CA ou du directoire sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation ;

en complément de notre démarche hypothético-déductive basée sur une approche quantitative (paragraphe 2).

Schéma 1: Schématisation des hypothèses H1 et H2



1 Approche Qualitative

Notre étude exploratoire constitue un préalable à notre 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 d'une part été l'occasion d'identifier les hypothèses de travail, notamment celles concernant les opportunités et les contraintes empiriques. Ainsi, avons-nous pris conscience de la difficulté d'appréhender la question de recherche à travers des questionnaires et de l'utilité de fonder notre recherche sur une approche quantitative issue de données secondaires¹⁶. La phase exploratoire nous a d'autre part conduit 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. Les entretiens réalisés se révèlent ainsi comme étant des sources particulièrement riches de données dans la mesure où les aspects managériaux ne sont pas décelables voire disponibles dans les sources de données internes aux entreprises. En effet, les rapports annuels, par exemple, ne permettent pas d'appréhender les conditions de gestion des actions détenues par les salariés actionnaires ; De plus, ces rapports ne précisent que rarement les conditions précises d'acquisitions des actions.

Les entretiens réalisés nous ont, en outre, permis de mieux cerner et appréhender le contexte de l'actionnariat salarié en France. Ainsi, avons-nous noté d'une part le nombre relativement

obtention par décision de justice d'un expert chargé de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion ».

¹⁶ Nous nous inscrivons alors dans la continuité des travaux ayant porté sur l'enracinement des dirigeants (Shleifer et Vishny, 1989, Paquerot, 1996, 1997; Pichard-Stamford, 1998, 2000; Pigé, 1998) et sur l'actionnariat des salariés (d'Arcimoles et Trébucq, 2003; Trébucq, 2002) en tant que mécanisme d'enracinement (Park et Song, 1995; Pugh et *al.*, 1999; Gamble, 2000).

limité des associations des actionnaires salariés en France, notamment celles qui sont membres¹⁷ de la Fédération Française des Associations des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS). Le rassemblement des salariés actionnaires autour d'associations des salariés actionnaires semble ainsi, selon le président de la FAS (en 2002), traduire une prise de conscience de l'importance du phénomène et des droits dont les salariés actionnaires peuvent bénéficier. Ces entretiens ont d'autre part révélé un autre aspect de l'actionnariat salarié : celui de la représentation des salariés actionnaires au sein des entreprises. En effet, rares sont les entreprises qui admettent des représentants des salariés actionnaires au conseil d'administration ou de surveillance ; cette représentation étant supposée parfois assurée à travers les représentants syndicaux au sein du conseil. Nos entretiens ont cependant souligné l'importance d'une dissociation entre la représentation des salariés actionnaires et les syndicats.

« ... une représentativité conséquente des salariés actionnaires au conseil et qu'elle soit dissociée de la représentation purement salariale ! Écoutez je crois très sincèrement qu'un droit qui se développe sur la représentation des salariés actionnaires au Conseil est une bonne chose ! parce que ce ne sont pas des actionnaires ou des salariés comme les autres... » Groupe Bourseul.

La phase exploratoire¹⁸ 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 cinq¹⁹) représentent à notre sens une intéressante et enrichissante source d'information dans la mesure où :

¹⁷ Seules 22 associations des salariés actionnaires, de grands groupes français, sont membres de la FAS.

¹⁸ Afin de rendre compte de la fiabilité de la phase qualitative exploratoire (Drucker-Godard et *al.*, 1999), nous en décrivons précisément les caractéristiques : Cinq entretiens ont été conduits avec des présidents d'associations d'actionnaires salariés membres de la FAS (Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés et Anciens Salariés). Fondée en 1993, la FAS regroupe la presque-totalité des associations d'actionnaires salariés, en majorité de grandes entreprises dont France Telecom, Aventis, Société Générale, Air France, Crédit Lyonnais, AGF, Renault... Ces entretiens réalisés sur une période de 6 semaines se sont fondés sur un guide d'entretien articulé autour de sept axes. Avec une durée moyenne de 60 minutes, seuls trois de ces entretiens ont pu être enregistrés en raison d'une réticence de la part des interviewés. La totalité des entretiens réalisés ont néanmoins été retranscrits.

¹⁹ S'agissant de la construction d'un échantillon dans le cadre d'une recherche qualitative exploratoire, Evrard et *al.* (2003) notent que la taille des échantillons dans ce cas peut être plus réduite que dans le cadre d'une recherche exclusivement qualitative. Ces auteurs précisent en outre que l'objectif poursuivi à travers le recours à ces entretiens doit correspondre à la recherche de la diversité du contenu, de sa profondeur, de sa diversité et de sa qualité. Evrard et *al.* (2003 ; p.105) soulignent ainsi l'utilité d'opter pour un échantillon de taille réduite

- 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 ainsi que les attitudes des dirigeants face à l'obtention de ces droits, seront exposés sous forme de « *verbatim* », afin de justifier certains résultats.

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

L'échantillon moyen comprend 167 entreprises françaises cotées ayant un actionnariat salarié en 2002²⁰. Les hypothèses sont testées à partir d'un modèle probabiliste : le modèle LOGIT²¹. 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 par rapport à des seuils choisis. Il s'agit ainsi d'interpréter la variable binaire comme l'occurrence (ou non) d'un événement. Précisons par ailleurs que l'ensemble des modèles statistiques présentés ont été pondérés par la variable *taille* correspondant au logarithme²² 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%).

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

n'ayant « ...aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme » et répondant « à des critères de pertinence de la structure de la population étudiée compte tenu du problème spécifique d'étude ».

²⁰ L'objectif de départ était d'appliquer les tests statistiques sur des données de panels moyennant des données relatives à la période 1997-2002. En dépit des efforts de recueil de données fournis et du croisement entre diverses sources de données secondaires (Worldscope, les rapports annuels des entreprises, europafinance.com...), un nombre important de données est resté indisponible voir inexistant. Nous avons ainsi choisi de ne retenir que les données relatives à 2002. Précisons néanmoins, qu'en dépit des données manquantes, nous avons réalisé des tests statistiques sur des données relatives à 2001 et 2000 ; leurs résultats respectifs ont corroboré les résultats reportés ci avant.

²¹ Le modèle LOGIT s'écrit : soit $P(X) = P(Y=1/X_1, \dots, X_p)$: La probabilité conditionnelle qu'un événement survienne étant donnée une variable explicative X_i . La spécification de LOGIT est : $P(Y=1) = \frac{\exp(x\beta)}{1 + \exp(x\beta)}$ Les valeurs des coefficients β sont celles qui maximisent la probabilité jointe que tel événement survienne. L'estimation est réalisée par la méthode du maximum de vraisemblance.

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 8²³.

L'actionnariat salarié, principale variable explicative de l'enracinement des dirigeants, est représentée par un ensemble d'indicateurs²⁴. 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) par le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés actionnaires, (3) 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 :

- 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).
- 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.

²² La fonction logarithme a été choisie afin de mieux exploiter l'information contenue dans les entreprises de taille « moyenne ».

²³ La moyenne de l'ancienneté des dirigeants à leur poste étant de 7.867257, nous avons retenu 8 comme seuil de binarisation.

²⁴ Compte tenu de l'indisponibilité de certaines données, nous n'avons pas réussi à différencier l'**actionnariat des salariés** non dirigeants, de celui des **cadres** et des **autres dirigeants**. Nous avons à cet effet intégré dans le cadre des mesures de l'actionnariat salarié l'actionnariat des autres dirigeants, lorsque la différenciation ne pouvait être réalisée. De plus, l'information correspondant à l'**ancienneté de l'actionnariat des salariés** au sein des firmes n'était malheureusement pas disponible pour la majorité des entreprises de notre échantillon.

- La **rentabilité économique** : estimée par le ratio résultat d'exploitation divisé par l'actif total (Brailsford et *al.*, 2000).
- Le **nombre de mandats d'administrateurs cumulés** 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).

Dans la mesure où l'enracinement des dirigeants est mesuré au moyen de trois indicateurs (CUMMAND, DIRAGE et DIRAGEPOSTE), nous récapitulons dans le tableau suivant les modèles visant à tester l'hypothèse H1 (modèles H1.1, H1.2 et H1.3) ainsi que l'hypothèse H2 (modèles H2.1, H2.2 et H2.3).

Tableau 1: Récapitulatifs des modèles relatifs au lien entre l'enracinement des dirigeants et l'actionnariat des salariés

<i>Variables Explicatives</i>	<i>H1</i>	<i>H2</i>
<i>Variables à expliquer</i>	Pourcentage du capital détenu par les salariés actionnaires <i>ACTSAL</i>	Pourcentage de droits de vote détenus par les salariés actionnaires <i>VOTSALACT</i>
Cumul des mandats de DG et de président du CA <i>CUMMAND</i>	Modèle (H1.1)	Modèle (H2.1)
Age du dirigeant <i>DIRAGE</i>	Modèle (H1.2)	Modèle (H2.2)
Ancienneté du PDG (ou du dirigeant au poste) <i>DIRAGEPOSTE</i>	Modèle (H1.3)	Modèle (H2.3)

Modèle (Hi.j) tel que Hi : correspond à l'hypothèse et j : correspond à la variable à expliquer.

A chaque modèle (Hi.j) correspondent trois étapes d'analyse (schéma 2) :

- Une première étape consiste à tester le lien entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants.
- Une deuxième étape s'intéresse à l'étude de ce lien en fonction d'un seuil de détention (des actions et des droits de vote) déterminé empiriquement. Le seuil de détention²⁵ choisi est établi à partir des tests statistiques attestant de sa significativité. 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%²⁶ (du capital et/ou des droits de vote).

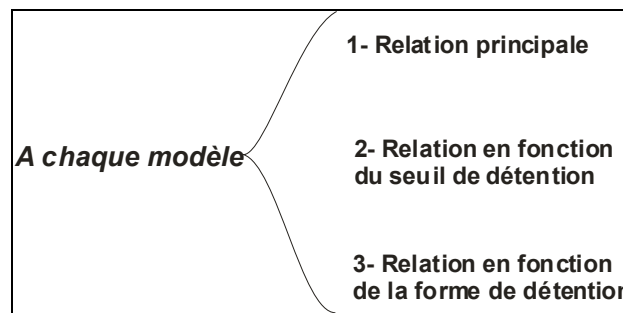
²⁵ Le seuil de détention de 3% a été retenu dans le cadre d'une première phase afin d'étudier sa significativité. L'analyse descriptive de l'échantillon (167 entreprises) montre que 62,27 % (104 entreprises) de ces entreprises ont un actionnariat salarié inférieur à 3% et que seulement 37,73 % d'entre elles (63 entreprises) ont un pourcentage d'actionnariat salarié supérieur à 3%.

²⁶ 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.

L'objectif est de savoir si la détention d'un bloc (5%) d'actions et/ou de droits de vote par les actionnaires salariés peut avoir une influence quelconque sur leur capacité à favoriser ou au contraire à défavoriser l'enracinement des dirigeants.

➤ La troisième et dernière étape vise en revanche à étudier l'influence de l'actionnariat salarié sur l'enracinement des dirigeants en fonction de la forme de détention des actions (FORMEACSA). Ainsi, une détention *via* un plan d'épargne entreprise sera-t-elle plus à même, *a priori*, de favoriser l'enracinement des dirigeants puisque la gestion de leurs actions est assurée de manière collective par un mandataire. Une détention nominative permettrait au contraire aux salariés actionnaires de gérer de manière individuelle leurs intérêts, en dépit des intérêts des dirigeants.

Schéma 2: Les étapes explicatives de chaque modèle (H1 et H2)



Chaque modèle s'écrit sous la forme suivante :

Variable à expliquer = *Constante* + β_i * *variable explicative* + β_j * *variables de contrôle* + ε
 β_i , β_j sont les estimateurs des variables. ε : Variable d'erreur.

II-2 Synthèse des Résultats

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. Le tableau 2 reprend les principaux apports des tests explicatifs pour tous les modèles statistiques.

Tableau 2 : Récapitulatif des résultats des tests des hypothèses 1 et 2.

	<i>Variables explicatives →</i>	Hypothèse 1					Hypothèse2				
		Pourcentage des actions des salariés actionnaires					Pourcentage des droits de vote des salariés actionnaires				
		1ère	2ème		3ème		1ère	2ème		3ème	
		<i>Actionnariat Salarié</i>	Si le pourcentage est		Si la détention est de nature		<i>Actionnariat Salarié</i>	Si le pourcentage est		Si la détention est de nature	
			≤5%	>5%	Indirecte	Multiforme		≤5%	>5%	Indirecte	Multiforme
<i>Variables à expliquer</i>	Cumul des mandats de dirigeant et de président du CA <i>CUMMAND</i>	++ [n=125]	++ [n=54]	+++ [n=18]	++ [n=54]	++++ [n=16]	++ [n=87]	++ [n=68]	n.s [n=18]	++ [n=45]	+a [n=15]
	Age du dirigeant <i>DIRAGE</i>	0 [n=104]	0 [n=84]	-* [n=20]	0 [n=47]	_-*** [n=19]	0 [n=67]	++ [n=39]	n.s [n=7]	0 [n=37]	n.s [n=13]
	Ancienneté du dirigeant au poste de PDG ou de président du directoire <i>DIRAGEPOSTE</i>	++ [n=58]	0 [n=42]	+++ [n=16]	+++ [n=41]	n.s [n=20]	++ [n=50]	<u>+a</u> [n=36]	+++ [n=14]	<u>+a</u> [n=19]	-** [n=12]

(+) 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 2, nous notons que :

→ Les résultats ne valident que partiellement l'hypothèse 1

Le pourcentage des actions détenues par les salariés actionnaires soutient ainsi l'enracinement des dirigeants en favorisant :

- 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). Une collusion, résultant de contrats implicites cédés par les dirigeants, serait ainsi à même de rallier les salariés actionnaires ou leur mandataire à la coalition formée par le dirigeant et de les inciter à voter conformément aux intérêts du dirigeant. De plus, même en cas de non collusion entre mandataire ou salariés actionnaires et dirigeant, il n'est pas certain que ces premiers puissent siéger au conseil d'administration ou aux assemblées générales. C'est ainsi qu'un président d'une association des salariés actionnaires d'un grand groupe français nous a précisé :

« ...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

Les actions des salariés actionnaire sont alors un moyen efficace de maintenir et d'assurer le cumul des mandats pour le dirigeant. Ce résultat est d'autant plus validé qu'il ne dépend pas non plus de la forme de détention, qu'elle soit multiforme ou à travers un plan d'épargne entreprise ou un fonds commun de placement.

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. 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). French (1985) suggère ainsi que la capacité d'exercer des pressions sur le top management est accordée aux salariés détenant des blocs d'actions. **L'actionnariat salarié n'influence pas le dépassement de l'âge légal de la retraite lorsque la détention ne dépasse pas 5% du capital.** Au-delà de ce seuil, il défavorise *a priori* le dépassement de l'âge légal de la retraite.

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. Ce résultat montre que seuls les actionnaires salariés (n=16) détenant des blocs d'actions (5% au minimum) peuvent *a priori* soutenir le renouvellement des mandats de dirigeant, en prolongeant ainsi sa durée de vie dans l'entreprise. 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.** Il semble cependant que ce pouvoir d'influence n'est pas accordé aux salariés actionnaires détenant moins de 5% du capital.

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. Ce résultat conforte ainsi ce que un des interviewés nous a précisé en soulignant l'incapacité des salariés actionnaires dans le cadre d'une détention à travers un fonds commun de placement à faire valoir leurs droits :

« ... 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 pas *a priori* 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'actionnariat salarié favorise par conséquent l'enracinement des dirigeants à travers le cumul des mandats et le prolongement de la durée du mandat de dirigeant. Il semble néanmoins qu'il existe une certaine limite à ce lien positif ; lorsque les actionnaires salariés détiennent plus de 5% du capital, ils sont à même de favoriser le cumul des mandats ainsi le prolongement du mandat de dirigeant dans la firme tant qu'il ne dépasse l'âge légal de la retraite. Nous pouvons en effet penser que les salariés actionnaires détenteurs d'un pouvoir d'influence perçoivent mal l'existence du dirigeant enraciné au delà de l'âge de la retraite.

→ L'hypothèse 2 n'est que partiellement validée

L'enracinement des dirigeants est soutenu par le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés actionnaires, en favorisant :

- Le cumul des mandats lorsqu'il est inférieur à 5% ;
- Le dépassement de l'âge légal de la retraite quand il n'excède pas 5% du pourcentage total des droits de vote ;
- L'ancienneté du dirigeant à son poste.

En premier lieu, **les droits de vote des salariés actionnaires semblent favoriser le cumul des mandats lorsqu'ils sont inférieurs à 5%**. Si les salariés actionnaires ne détiennent pas de blocs d'actions, ils ne peuvent s'opposer aux décisions émanant du dirigeant. Compte tenu de leur faible pouvoir d'influence, les salariés actionnaires peuvent alors choisir de se rallier à la coalition formée par le dirigeant, afin de profiter de différents avantages (promesses de promotions, avantages en nature...). Au-delà de ce seuil, les résultats sont non significatifs.

En deuxième lieu, **l'influence des droits de vote des salariés sur la probabilité de dépassement de l'âge légal de la retraite par le dirigeant paraît positive lorsque les droits de vote représentent moins de 5% des droits**. Ainsi, en dessous du seuil de 5%, les salariés actionnaires peuvent-ils choisir de soutenir les stratégies d'enracinement des dirigeants faute d'un réel pouvoir d'influence ; ils peuvent ainsi bénéficier des contrats implicites que veulent bien leur céder les dirigeants.

En troisième lieu, **les droits de vote des salariés actionnaires semblent influencer favorablement l'ancienneté du dirigeant dans son poste**. Cette influence semble plus significative quand le pourcentage de ces droits de vote dépasse 5% de la totalité des droits de vote (n=14). Usant de leurs droits de vote, les salariés actionnaires choisissent de soutenir l'enracinement du dirigeant à travers son ancienneté au poste de dirigeant quel que soit leur pourcentage de détention. Profitant de son ancienneté à son poste et de sa connaissance des rouages de sa fonction, le dirigeant accroît sa légitimité interne (Pigé, 1998) auprès des salariés actionnaires. C'est ce qui lui permet notamment de soutenir en conséquence son prolongement de mandat à travers l'actionnariat salarié.

Enfin, **la détention des actions à travers un fonds commun de placement ou un plan d'épargne entreprise confirme sa capacité à influencer positivement le cumul des mandats par les dirigeants**. Ces derniers, dans ce cas, peuvent en effet inciter les mandataires, représentant les fonds, « *à soutenir les projets qu'ils présentent et à voter dans le sens de leurs intérêts, notamment dans le cadre d'une stratégie d'enracinement* » (Desbrières, 2002 ; p.268). Cependant, quand la détention est multiforme, les droits de vote semblent n'avoir aucune influence sur la probabilité de cumuler les mandats et défavoriser l'ancienneté du dirigeant dans son poste au-delà de huit années. Bien que nous ne disposions pas de détails quant aux pourcentages détenus pour chaque forme de détention, nous pouvons penser que cette modification d'influence est probablement due à la libre jouissance des droits dont font

preuve les salariés actionnaires au nominatif. La détention au nominatif, impliquant un nombre important d'interlocuteurs, peut en effet rendre difficilement envisageable le ralliement des détenteurs à la coalition formée par le dirigeant ; contrairement à la détention indirecte, où l'éventuelle collusion s'établit entre le mandataire des actions et le dirigeant. Ce dernier constat mériterait cependant une confirmation fondée sur un plus grand nombre d'observations.

→ L'actionnariat salarié, à travers les droits de vote détenus par les salariés, semble ainsi privilégier l'enracinement des dirigeants.

En conclusion, nous a permis de partiellement valider les deux hypothèses. 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 (Mintzberg²⁷, 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... »

« ... On dit à nos adhérents aussi : diversifier vos fonds, on n'arrête pas de leur dire, à nos adhérents, attention ...ne faites pas la bêtise de donner des fonds uniquement dans l'entreprise ..., parce que les dirigeants, on les rencontre, c'est vrai que pour eux c'est plus facile ça leur permet d'avoir ces 3 ou 4% d'autocontrôle...Cet autocontrôle ça ne nous plaît pas tellement surtout surtout que les membres du conseil de surveillance (du FCPE) sont pour la plupart du temps des gens désignés par les organisations syndicales et syndicats , donc on réduit aujourd'hui l'actionnaire salarié à un simple épargnant». 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 salariés actifs, or nous le savons bien qui est vraiment actionnaire de l'entreprise, ceux qui en fin de carrière ont pu économisé (vers l'âge de 45 ans) ! Près de 75% de nos adhérents sont à la retraite ! » Groupe Louis PASTEUR

²⁷ « The CEO is inevitably the single powerful individual in the whole system of power in and around the organisation » (p.119).

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. Notre analyse de la relation entre l'actionnariat salarié et l'enracinement des dirigeants confirme certains travaux antérieurs. 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 a été confirmé à travers le soutien de l'enracinement des dirigeants lorsque l'actionnariat salarié est de nature indirecte. Nous avons aussi 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.

Par conséquent, grâce notamment au manque de prérogatives dont bénéficient les salariés actionnaires et à leur dépendance aux dirigeants, l'actionnariat salarié favorise l'enracinement des dirigeants. Les dirigeants profitent ainsi de l'actionnariat salarié pour augmenter leur espace discrétionnaire et leur pouvoir au sein de la firme, soutenant *a priori* ce que note Galbraith²⁸ (2004) : *les détenteurs réels du pouvoir dans la firme moderne sont les dirigeants et non les propriétaires du capital*. Notre recherche nous amène ainsi à souligner l'utilité de mieux encadrer et de définir clairement les aspects organisationnels de l'actionnariat salarié en France.

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).

BIBLIOGRAPHIE

- 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.
- Aoki M.** (1990), « Toward an Economic Model of the Japanese firm », *Journal of Economic Literature*, 1, p.1-27.
- Arcimoles (d') C.H. et Brillet F.** (2000), « Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié : une revue de la littérature France/Grand Bretagne/Etats Unis », *Actes du Congrès de l'AGRH* (Association de gestion des ressources humaines), Communication 47.
- Axelrod R.** (1992), *Donnant donnant, Théorie du comportement coopératif*, Odile Jacob.
- Baumard P. et Ibert J.** (2003), « Quelles approches avec quelles données ? », *In Méthodes de Recherche en Management*, Coord. R.A. Thiétart, p.82-103.
- Baumard P., Donada C., Ibert J. et Xuereb J.M.** (2003), « La collecte des données et la gestion de leurs sources », *In Méthodes de Recherche en Management*, Coord. R.A. Thiétart, p.224-256.
- Beatty A.** (1995), « The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans », *Journal of Financial Economics*, vol. 38.
- Beccera M. et Gupta A.K.** (1999), « Trust within the organization: integrating the trust literature with the agency theory and transaction costs economics », *PAQ*, summer, p.177-203.
- Blair M.M.** (1997), « Firm specific human capital and the theory of the firm », *Working paper, The Brookings Institutions*.
- Boatright J. R.** (2004), « Employee Governance and the Ownership of the Firm », *Business Ethics Quarterly*, Vol.14, Issue 1, p. 1-21.
- Boisnard D.** (2003), *Guide Juridique et Pratique de l'Epargne Salariale*, éd. LIAISONS.
- 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.
- Caby J. et Hirigoyen G.** (1998), « Histoire de la Valeur en Finance d'Entreprise », dans J.P. Bréchet (éd.), *Valeur Marché et Organisation*, Actes des XIV^{èmes} journées nationales des IAE, Nantes, p. 133-174.
- 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.
- Chaplinsky S. et Niehaus G.** (1994), « The Role of ESOPs in Takeover Contests », *The Journal of Finance*, Vol.49, n° 4, Septembre, p. 1451-1470.
- Charreaux G.** (1997a), « 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.** (1997b), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », dans *Le Gouvernement des Entreprises ; Corporate Governance théories et faits*, Charreaux G. éd., Economica, p.421-470.
- Charreaux G.** (1997c), « le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises », dans *Le Gouvernement des Entreprises ; Corporate Governance théories et faits*, Charreaux G. éd., Economica.
- 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.

²⁸ Galbraith J.K.(2004), *The Economics of Innocent Fraud : Truth for our time*, Houghton Mifflin Company (Traduction française : Galbraith J.K.(2004), *Les mensonges de l'Economie : vérité pour notre temps*, éd. Bernard Grasset).

- Couret A.** (2002), « L'évolution du cadre juridique », *Revue Française de Gestion*, Vol.28, novembre/décembre, p.377-395.
- Cyert R.M., Kang S.H., Kumar P. et Shash A.** (1997), « Corporate governance, ownership structure and CEO compensation », *Working Paper*, Carnegie Mellon University, University of Houston Bain & Company.
- D'Arcimoles Ch-H et Trébucq S.** (2003), « Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises », *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n°48, avril-mai-juin, p.2-21.
- De Jong A. et Veld C.** (2001), « An Empirical analysis of incremental capital structure decisions under managerial entrenchment », *Journal of Banking and Finance*, 25, p.1857-1895.
- 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.
- Dhillion 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.
- Drucker-Godard C., Ehlinger S. et Grenier C.** (1999), « Validité et fiabilité de la recherche », in *Méthodes de Recherche en Management*, sous dir. A.R. Thiétart, éd. DUNOD, p.257-287.
- Fama E. et Jensen** (1983), « Agency problems and residual claims », *Journal of Law and Economics*, Vol.26.
- Fama E.F.** (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, 88, p. 288-307.
- Finkelstein S. et D'Aveni R.A.** (1994), « CEO Duality as a Double-Edged Sword: How boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command », *Academy of Management Journal*, vol.37, n°5, p.1079-1108.
- French J. L. et Rosenstein J.** (1984), « Employee Ownership, Work attitudes, and Power Relationships », *Academy of Management Journal*, Vol.27, n°4, p. 861-869.
- 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.
- Girard C.** (2001), « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 4, n° 3, p. 123-146.
- Gordon L. et Pound J.** (1990), « ESOPs and corporate control », *Journal of Financial Economics*, 27, p.525-555.
- Hammer T.H. et Stern R.N.** (1980), « Employee Ownership: implications for the organizational distribution of power », *The Academy of Management Journal*, Vol.23, n°1, mars, p.78-100.
- Hanson R.C. et Song M.H.** (2000), « Managerial Ownership, board structure, and the division of gains of divestitures », *Journal of Corporate Finance*, Vol.6, p.55-70.
- 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.
- Jensen M. et Smith C.** (1985), « Stockholder, Manager and Creditor interests: application of agency theory », in *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood.
- Jensen M.C. et Meckling W.H.** (1976), « Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics* (3), Octobre, p.305-360.

- Jensen M.C. et Meckling W.H.** (1979), «Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination», *Journal of Business*, 52, n°4, Octobre, p.469-506.
- Klein K. J.** (1997), « Employee Stock Ownership and employee Attitudes: A Test of Three Models », *Journal of Applied Psychology Monography*, 72 (May), p.319-332.
- Klein K. J. et Hall R. J.** (1988), «Correlates of Employee Satisfaction with Stock Ownership: Who Likes an ESOP Most? », *Journal of Applied Psychology*, 73 (Novembre), p. 630-638.
- Maati J.** (1999), *Le gouvernement d'entreprise*, Ed. De Boeck Université.
- 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.
- Marens R.** (2003), « Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XX e siècle », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 6, n°4, décembre, p.97-131.
- Marens R.S., Wicks A.C. et Huber V.L.** (1999), « Cooperating with the disempowered, Using ESOPs to forge a stakeholder relationship employee trust in workplace participation programs », *Business and Society*, Vol.38, n°1, March, p.51-82.
- Marois B. et Bompont P.** (2004), *Gouvernement d'entreprise et Communication financière*, éd. Economica.
- Martinet A.Ch.** (1983), *Stratégie*, Vuibert.
- McConnell J.J. et Servaes H.** (1990), « Additional Evidence on equity ownership and corporate value », *Journal of Financial Economics*, Vol.27, p.595-612.
- Mintzberg H.** (1986), *Le pouvoir dans les organisations*, Les éditions d'organisation, Paris.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.** (1988), « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, 20(1), p.293-316.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W.** (1990). « Do managerial objectives drive bad acquisitions? », *Journal of Finance*, 45, p.31-48.
- Nabet A.** (2000), « 'Le corporate control' et le risque actionnarial: une revue de la littérature », 21^{ème} Congrès de l'A.F.C., Angers.
- Nagar V., Petroni K. et Wolfenzon D.** (2000), « Ownership structure and firm performance in closely-held corporations », *NBER Working Papers*, June, 26 pages.
- Nasar S.** (1989), « The Foolish Rush to ESOPs », *Fortune*, septembre 25, 120, p.141-150.
- 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.
- 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.
- Pfeffer J.** (1981), *Power in Organizations*, Marshfield: Pitman Publishing.
- 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.
- Pichard-Stamford J. P.** (2000), « Légitimité et Enracinement du Dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, N°4, décembre, p. 143-178.
- Pichard-Stamford J.P.** (1997), *La contribution du réseau des administrateurs à la légitimation du dirigeant auprès de multiples catégories d'actionnaires*, Thèse de doctorat, Université Montesquieu Bordeaux IV.
- Pierce J.L. et Furo C.A.** (1990), « Employee Ownership: implications for management », *Organizational Dynamics*, Vol.18, n°3, hiver, p.32-43.
- Pigé B.** (1998), « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, n°3, septembre, p.131-158.
- Pound J.** (1988), « Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight », *Journal of Financial Economics*, n°20, p.237-265.
- 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.

- Pugh W.N., Page D.E. et Jahera J.S.** (1992), « Antitakeover charter Amendments: Effects on Corporate decisions », *Journal of Financial Research*, 15, p.57-67.
- Rosen C.M.** (1989), « Employee Stock Ownership Plans: Myths, Magics and Measures », *Employee Relations Today*, 16, p.189-195.
- Rosenstein S. et Wyatt J. G.** (1997), « Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, 44, p.229-250.
- Roth F.** (1998), « Structure de propriété, pouvoir discrétionnaire managérial et choix d'activité dans l'assurance dommages en France », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, n°1, mars, p.169-194.
- Russell R.** (1985), « Employee Ownership and Internal Governance », *Journal of Economics Behavior and Organization*, 6, p. 217-241.
- 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.** (1988), « Value maximisation and the acquisition process », *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, n°1, p.7-20.
- 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.
- Sundaramurthy C.** (2000) « Antitakeover Provisions and Shareholder Value Implications: a review and a contingency framework », *Journal of Management*, vol.26, n°5, p.1005-1030.
- 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.
- Walsh J.P. et Seward J.K.** (1990), « On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms », *Academy of Management Review*, vol.15, n°3, p.421-458.
- 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.