



**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, SOCIALES ET DE GESTION
ECOLE DOCTORALE DES SCIENCES DE L'HOMME ET DE LA SOCIETE**

**PROTECTION DES SALARIES ET DES ACTIONNAIRES ET
PARTAGE DE LA VALEUR : EFFET DE COMPLEMENTARITE OU
DE SUBSTITUABILITE ?**

Thèse présentée et soutenue publiquement par **Moufida LABADI**

Le 14 février 2011

En vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion (Spécialité : Finance)

Sous la direction de **Monsieur NEKHILI Mehdi**

Membres du jury :

- **Monsieur Sabri BOUBAKER**, Professeur à l'ESC Troyes, Rapporteur
- **Monsieur Pierre CHOLLET**, Professeur à l'Université de Paris-Est Créteil, Rapporteur
- **Monsieur Jacques LAURIOL**, Professeur à Business School Rouen, Suffragant
- **Monsieur Samuel MERCIER**, Professeur à l'Université de Bourgogne, Président de Jury.
- **Monsieur Mehdi NEKHILI**, Maître de Conférences Habilité à Diriger des Recherches à l'Université de Reims Champagne-Ardenne, Directeur de thèse

Remerciement

A l'issue de ce travail, je remercie Monsieur Mehdi NEKHILI, mon directeur de thèse, pour la qualité de son encadrement, sa disponibilité, ses encouragements, ses orientations et de son attention qu'il a portée à mon travail. Pour lui, je présente toute ma gratitude et ma reconnaissance.

Un grand merci également à tous les membres du Jury d'avoir accepté d'évaluer ce travail.

Je remercie enfin tous ceux qui m'ont aidé de près ou de loin dans l'achèvement de ce travail.

Moufida LABADI MEBARKI

Résumé

La firme est un ensemble de contrats conclus entre les différentes parties prenantes, actionnaires, créanciers, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, pouvoirs publics, etc. Les conflits d'intérêts naissent lors de la répartition de la valeur ajoutée et chacun des parties procède à augmenter sa part au détriment des autres. Les salariés réclament une augmentation de salaire ou un intéressement aux résultats, les actionnaires, apporteurs du capital financier, désirent un part élevé des bénéfices afin de rémunérer le risque financier. D'un autre côté, les créanciers souhaitent le remboursement de leurs crédits avec des taux d'intérêt plus élevés alors que l'objectif de l'entreprise est de garder une partie des bénéfices afin de financer de nouveaux investissements. Suite aux différents conflits, les dirigeants agissent afin de modifier la répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes. Ils réduisent la richesse des salariés afin de créer de la valeur au profit des actionnaires. De ce fait, plusieurs mécanismes sont mis en place afin de protéger les salariés et assurer une meilleure répartition de la valeur ajoutée. Sur la base d'un échantillon de 85 firmes françaises durant la période 2000-2005, notre étude montre que les droits accordés aux actionnaires et aux salariés ainsi que les mécanismes de gouvernance affectent leurs parts dans la valeur ajoutée. A partir des résultats, nous concluons des différences selon la structure de propriété de la firme.

Mots clés : répartition de la valeur ajoutée, parties prenantes, conflits d'intérêts, complémentarité, structure de propriété, gouvernement d'entreprise, performance.

Abstract

The firm is represented as a set of contracts concluded between the various stakeholders, the shareholders, but also, creditors, employees, leaders, customers, suppliers, public authorities, etc. conflicts of interests are born during the distribution of the added value and each proceeds to increase his part to the detriment of the others. The employees demand a pay rise or a profit-sharing in the results, the shareholders, the contributors of the financial capital, wish one part raised by profits to pay the financial risk. Of other one quoted, the creditors wish a better payment for their credits with higher interest rates while the purpose of the company is to constitute a reserve to finance new investments. Further to the various conflicts, the leaders act to modify the distribution of the added value between the various stakeholders. They reduce the wealth of the employees for the benefit of the shareholders they reduce the wealth of the employees for the benefit of the shareholders. Therefore, several mechanisms are set up to protect the employees and assure a better distribution of the added value. On the basis of a sample of 85 French firms during period 2000-2005, our study shows that the rights of the shareholders and employees as well as the characteristics of property and governance affect their parts in the added value. From the results, we conclude differences according to the structure of property of the firm.

Keywords: distribution of the added value, the stakeholders, the conflicts of interests, the complementarity, the structure of property, corporate governance, performance.

Sommaire

INTRODUCTION GENERALE.....	7
PARTIE THEORIQUE : RICHESSE DES ACTIONNAIRES ET DES SALARIES : DETERMINANTS ET CONSEQUENCES.....	20
CHAPITRE 1 : GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE, PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET PERFORMANCE DES FIRMES : COMPARAISON.....	23
INTERNATIONALE.....	23
SECTION 1 : MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES ET PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	26
SECTION 2 : L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE ET PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	29
SECTION 3 : SYSTÈME JURIDIQUE, PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET PERFORMANCE DES FIRMES.....	43
SECTION 4 : SYSTÈME JURIDIQUE, MARCHÉS FINANCIERS ET RICHESSE DES ACTIONNAIRES	50
CHAPITRE 2 : PROTECTION DES SALARIES ET PERFORMANCE DES FIRMES : ETUDE DANS UN CONTEXTE INTERNATIONAL	57
SECTION 1 : DÉMOCRATIE SOCIALE : SHAREHOLDERS <i>VERSUS</i> STAKEHOLDERS	60
SECTION 2 : PARTICIPATION DES SALARIÉS DANS LA VIE DE L'ENTREPRISE	63
SECTION 3 : PARTICIPATION FINANCIÈRE DES SALARIÉS	84
CHAPITRE 3 : RELATION ACTIONNAIRES/ SALARIES ET TRANSFERT DE RICHESSE.....	107
SECTION 1 : STATUT ACTIONNARIAL ET PARTENARIAL.....	109
SECTION 2 : PARTAGE DE LA VALEUR AJOUTÉE : COMPLÉMENTARITÉ OU SUBSTITUABILITÉ.....	119
SECTION 3 : PROTECTION DES SALARIÉS CONTRE LE LICENCIEMENT ÉCONOMIQUE	125
SECTION 4 : DESTRUCTION DU RAPPORT SALARIAL ET PERFORMANCE DES FIRMES	131
CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE.....	142
PARTIE EMPIRIQUE : DROITS DES ACTIONNAIRES ET DES SALARIES ET REPARTITION DE RICHESSE : APPLICATION AU CONTEXTE FRANCAIS	144
CHAPITRE 1 : LA DEMARCHE METHODOLOGIQUE DE LA RECHERCHE.....	146
SECTION 1 : OBJECTIFS ET HYPOTHÈSES DE LA RECHERCHE	148
SECTION 2 : DÉFINITIONS ET MESURES DES VARIABLES	153
SECTION 3 : MODÈLE D'ANALYSE ET HYPOTHÈSES DU TRAVAIL.....	173
CHAPITRE 2 : RESULTATS DE LA RECHERCHE	191
SECTION 1 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE LA RÉPARTITION DE LA VALEUR AJOUTÉE	193
SECTION 2 : RÉSULTATS DES TESTS UNIVARIÉS	198
SECTION 3 : RÉSULTATS DES MODÈLES ÉCONOMÉTRIQUES	202
SECTION 4 : TESTS DE ROBUSTESSE.....	215
SECTION 5 : IMPLICATIONS DE GESTION, LIMITES ET VOIES DE RECHERCHE.....	228
CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE	233
CONCLUSION GENERALE.....	234

BIBLIOGRAPHIE.....	246
LISTE DES TABLEAUX.....	264
LISTE DES FIGURES	267
LISTE DES ANNEXES	268
TABLE DES MATIÈRES	285

INTRODUCTION GENERALE

Au cours de ces dernières années, plusieurs études ont testé les facteurs qui peuvent influencer le développement des marchés financiers dans le monde. Depuis la montée en puissance des investisseurs institutionnels et le développement des marchés financiers, la législation accorde une importance à la protection des actionnaires minoritaires des sociétés cotées à travers un code boursier qui oblige les entreprises à divulguer l'information et un code de société qui donne aux actionnaires certains droits tels que le droit de vote (Rebérioux, 2005). En France, les obligations en matière de divulgation d'information et de transparence financière se basent sur : la loi de 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier et la loi de modernisation des activités financières de 1996 ainsi que la loi de Sécurité financière de 2003 (LSF). Le droit des sociétés permet de protéger et renforcer les droits des actionnaires. En France comme aux Etats-Unis, les actionnaires minoritaires ont le droit de vote alors qu'un contrôle jurisprudentiel sur les dirigeants n'est pas exercé (Rebérioux, 2002). Ces deux droits¹ permettent de contrôler les dirigeants et améliorer la transparence au sein des sociétés cotées.

Le droit des sociétés et celui boursier constituent des mécanismes qui permettent de protéger les intérêts des actionnaires. Certains auteurs comme Prowse (1994) expliquent les performances des firmes et le développement des marchés financiers par l'intermédiaire des diverses réglementations, notamment les sanctions empêchant les institutions financières anglo-saxonnes (par rapport aux institutions financières allemandes et japonaises) de participer au capital des entreprises. En se basant sur une approche juridico-financière, La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer et Vishny (1997, 1998)² mettent en évidence les effets des règles du droit de l'entreprise sur les performances des systèmes financiers dans les pays de l'OCDE. Ces auteurs montrent que l'origine du système juridique (commun ou civil), le contenu des règles et leurs conditions d'application influencent non seulement le degré de protection accordé aux investisseurs, mais aussi le niveau de développement des marchés financiers, la structure d'actionariat et la politique de dividendes.

Ces auteurs montrent que les pays du droit commun sont qualifiés par des marchés financiers développés et une structure d'actionariat dispersée inversement aux pays de droit civil. En effet, le droit commun offre une meilleure protection aux actionnaires inversement au droit civil (Shleifer et Vishny, 1997) et les investisseurs ayant plus confiance que les

¹ Le droit des sociétés et le droit boursier.

² Par la suite abrégé La Porta et al.

capitaux apportés ne seront pas expropriés conditionnerait le développement des marchés de capitaux. Inversement, lorsque le système juridique offre une protection insuffisante aux actionnaires, ces derniers vendront leurs titres à un prix inférieur à celui de marché ce qui favorise la concentration de l'actionnariat (Shleifer et Vishny, 1997). Par ailleurs, La Porta et al. (2000) concluent à une relation entre la protection des actionnaires et la distribution des dividendes. En effet, les firmes des pays offrant une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende. Dans ces pays, selon l'« *outcome model* », les actionnaires protégés obligent les entreprises à distribuer des dividendes. Inversement, selon le « *substitute model* », les actionnaires peuvent accepter que les entreprises retiennent une partie des bénéfices afin de financer des projets d'investissements rentables.

Différentes critiques ont été adressées aux travaux de La Porta et al. portant sur l'insuffisance du contenu des règles de droit des actionnaires minoritaires et des créanciers dans l'explication du développement financier (Pistor, 2000). En effet, la théorie légale se base uniquement sur le contenu des règles de droit afin d'expliquer la performance des firmes, et par conséquent, le développement financier et la structure d'actionnariat. Inversement, certains pays, par exemple la Suède, offrent une protection aux actionnaires minoritaires et présentent un nombre réduit de firmes managériales et une structure de propriété concentrée. De ce fait, la thèse légale n'est pas renforcée ce qui montre l'existence d'autres facteurs tels que le degré de protection des salariés qui peuvent affaiblir le rôle du système légal en termes de protection des actionnaires.

Inversement à la thèse juridique, Roe (2002) montre que les disparités dans la structure d'actionnariat dans le monde sont expliquées par des facteurs d'ordre politique tel que la présence des sociales démocraties. Elles sont définies comme « *les nations où la propriété est privée et où l'Etat joue un rôle important en favorisant les salariés aux dépens des actionnaires lorsque les deux entrent en conflit* »³. Dans ces Etats, les dirigeants agissent dans l'intérêt des salariés en limitant les licenciements et les actionnaires supportent des coûts d'agence élevés ce qui explique la concentration de la structure d'actionnariat.

La théorie traditionnelle de la gouvernance d'entreprise accorde une place primordiale aux intérêts des actionnaires dans le processus de création de valeur sans prendre en considération les autres parties prenantes dans l'entreprise. toutefois, la représentation contractuelle d'une organisation stipule que la firme est un nœud de contrats entre les

³ Roe (2001).

différents stakeholders, actionnaires, créanciers, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, pouvoirs publics, etc. Cette conception traditionnelle est critiquable car « *les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* » (Garvey et Swan, 1994). De ce fait, il est nécessaire de passer d'une « *gouvernance d'agence* » à une « *gouvernance de partenariat* » afin de créer un équilibre entre les apporteurs de capitaux dans le processus de répartition de richesse (Hirigoyen, 1997). L'objectif est d'accorder une vision pluraliste à la firme en impliquant les apporteurs de ressources notamment les salariés et non seulement les détenteurs de capitaux financiers.

En considérant l'entreprise comme un espace conflictuel, les intérêts des actionnaires « *se soldent par une perte pour les salariés* ». Afin de résoudre les conflits entre les deux parties prenantes, certaines notions se sont développées telle que la transparence au niveau des informations divulguées aux salariés relatives aux décisions prises par l'entreprise. Dans ce contexte, Rebérioux (2003), étudie la relation entre la cotation en bourse des entreprises françaises et la participation des salariés dans le processus décisionnel. L'auteur conclue à une diminution de la probabilité que la direction consulte les salariés et accroît celle que la direction décide seule.

Différents travaux montrent que les conflits d'intérêts naissent lors de la répartition de la valeur ajoutée et chacun des parties procède à augmenter sa part au détriment des autres. Selon Sentis (1998), cette richesse est partagée entre les différentes parties prenantes : les salariés qui ont fourni le travail nécessaire à la production, les actionnaires et les créanciers qui ont fourni le capital nécessaire à la production, l'Etat qui prélève des impôts afin de financer les dépenses publiques. Afin de réduire les différents conflits, les dirigeants agissent afin de modifier la répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes. Ils réduisent la richesse attribuée aux salariés en optant à la détérioration du rapport salarial par la réduction des effectifs. Par conséquent, une création de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

De ce fait, certains mécanismes sont mis en place tels que les systèmes de participation, d'incitation ou d'actionnariat des salariés, la présence des syndicats, les comités d'audit, le droit de travail, le droit de société... (Desbrières, 2002). Afin de protéger les salariés et converger leurs intérêts avec celui des actionnaires. Selon Blair (1997), le capital humain, évalué selon la compétence et les connaissances acquises, peut être exproprié par les autres parties prenantes. Différentes études montrent que la représentation des salariés dans

l'entreprise, la représentation syndicale, la formation professionnelle, la participation financière (actionnariat des salariés), la stabilité de l'emploi affectent d'une manière générale la performance des firmes et spécifiquement la part de richesse allouée aux différentes parties prenantes.

L'actionnariat des salariés occupe une place intermédiaire entre le statut actionnarial et salarial. Il joue un rôle important dans la création de valeur partenariale par la participation des employés aux conseils d'administration⁴ ou de surveillance et à la prise des décisions qui permettent de réduire l'asymétrie d'information et d'éviter les conflits avec les dirigeants en protégeant leurs investissements. A partir de cette participation financière, les salariés gagnent en tant qu'actionnaires ce qu'ils perdent en tant que salariés.

Les droits des salariés peuvent être présentés sous la forme de réduction des licenciements économiques (la stabilité de l'emploi), la participation financière (actionnariat des salariés), la formation professionnelle (les dépenses consacrées à la formation professionnelle, le pourcentage des salariés formés), la représentation des salariés au sein de l'entreprise (nombre des représentants, le nombre des réunions) et la représentation syndicale (le nombre d'accords signés avec les syndicats au profit des salariés). Ces droits influencent la richesse des salariés, la performance financière et boursière de la firme ainsi que la répartition de la valeur ajoutée.

A l'égard des différents droits accordés aux salariés, plusieurs questions se posent. Est-ce que la prise en considération des droits accordés aux salariés s'accompagne d'une contre partie en termes de pouvoir ? Est-ce qu'il s'agit d'un transfert de richesse ? Est ce que les droits accordés aux actionnaires contribuent à une réduction de richesse des salariés et vice versa ?

Plusieurs travaux ont étudié l'impact des droits des salariés sur la performance financière et boursière des firmes. Les travaux de Roe (2001) montrent que la sociale démocratie allemande, à travers la cogestion⁵ et la protection des intérêts des salariés au sein de la firme, est caractérisée par des coûts d'agence élevés et une structure d'actionnariat concentrée. De même, Allouche et al. (2003) étudient l'impact de la suppression d'emploi, l'adoption des plans d'actionnariat des salariés, la formation des salariés, leurs représentations

⁴ En France, la participation des salariés au conseil est limitée à la représentation des salariés actionnaires. Inversement, en Suède, les salariés peuvent participer à la gestion des firmes.

⁵ La cogestion exige une parité entre le nombre des actionnaires et des salariés présents dans le conseil.

au sein des entreprises sur la richesse des salariés, d'un côté, et celle des actionnaires, d'un autre côté. L'objectif était de vérifier l'impact de ces droits sur le partage de la valeur ajoutée et de tester l'existence d'un transfert de richesse des salariés aux actionnaires.

L'actionnariat salarié permet d'encourager et de protéger les salariés disposant de deux statuts en tant qu'apporteurs du capital humain et du capital financier contre tout type d'expropriation en réduisant le comportement opportuniste des dirigeants (Smith, 1991). Il permet de réduire le risque de licenciement ou de réduction d'effectifs⁶ et aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires traditionnels. L'actionnariat des salariés contribue à une création de richesse au profit des actionnaires et des salariés (Conte et al., 1995 ; Caramelli et al., 2007 ; Brillet et d'Arcimoles, 2002 ; Trébucq, 2002).

La représentation des salariés dans l'entreprise peut être assurée par un comité d'entreprise, des délégués syndicaux, des élus du personnel et un comité d'hygiène et de sécurité de travail. Cette représentation permet de rendre le système de gouvernance efficace (Aoki, 1990), réduit l'asymétrie d'information, protège les salariés et assure une amélioration des conditions de travail et des relations sociales, assure une stabilité de l'emploi et participe à la création de valeur globale pour l'entreprise. L'objectif des syndicats est, selon la théorie néoclassique, d'imposer un salaire supérieur au marché (Booth, 1995). En effet, les syndicats interviennent afin d'augmenter les rentes des salariés au détriment de la richesse des apporteurs de capitaux financiers (Doucouliagos et Laroche, 2004). Selon Laroche (2006), une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires. La majorité des travaux (Batt et Welbourne, 2002 ; Dinardo et Lee, 2004 ; Gittell et al., 2004) conclut à un effet négatif de la présence syndicale sur la performance des firmes. En effet, les entreprises syndiquées enregistrent une rentabilité financière moins élevée suite aux augmentations salariales lors des négociations syndicales. De même, les marchés financiers réagissent, suite à l'intervention syndicale, par une baisse des cours par rapport aux autres entreprises non syndiquées (Ruback et Zimmerman, 1984 ; Abowd, 1989).

La formation professionnelle représente la troisième catégorie des coûts salariaux en plus des salaires et traitement et les cotisations salariales à la charge de l'employeur (Eyraud, 2003). Plusieurs études anglo-saxonnes (Bartel, 1995 ; Black et Lynch, 1996, 1997 ; Barrett

⁶ Selon Roe (2001), l'actionnariat des salariés, en France, permet de limiter les licenciements et les réductions d'effectif. Inversement, dans les pays anglo-saxons, il est promu afin de motiver les salariés.

et al. 2001 et Bassi et al. 2002) montrent une relation positive entre la formation professionnelle et la performance des firmes. De leur côté, Good et Georges (2003) trouvent un effet positif et significatif de la politique de rémunération et la formation professionnelle des salariés sur la performance économique et financière. Portant sur la relation entre la création de valeur et la formation professionnelle, Dennery (2004) montre que la formation professionnelle contribue à la création de valeur globale au profit des différentes parties prenantes et principalement les clients, les actionnaires et le personnel. Cette idée est confirmée par l'étude de Tahir (2004) montrant que les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur.

En France, la réduction des salaires n'est pas légale, par conséquent, les entreprises optent à une réduction des effectifs des salariés afin de créer la richesse au profit des actionnaires (Sentis, 1998). Plusieurs travaux (Cascio et al., 1997 ; D'Arcimoles et Fakhfakh, 1997 ; Sentis, 1998 ; Degoreet Reynaud, 2003) ont montré un effet positif de la réduction des effectifs sur la performance financière des firmes. Portant sur l'influence des suppressions d'emplois sur les cours boursiers et la richesse des actionnaires, la majorité des travaux (Abowd et al., 1990, Hubler et al., 2001 ; Meshi et al., 2002) montre que cet effet dépend de la situation financière de la firme avant le licenciement. Les marchés réagissent positivement lorsque les entreprises adoptent une stratégie offensive (afin d'améliorer la rentabilité) et négativement lorsque la stratégie est défensive (suite à des difficultés financières).

C'est dans ce cadre de recherche, que s'intègre la problématique du présent travail dans le quel nous étudions la relation conflictuelle entre les actionnaires et les salariés dans le processus de répartition de la valeur ajoutée et de voir principalement si les droits accordés aux salariés se font au profit de ces derniers et au détriment des actionnaires et vice versa.

Inversement aux travaux précédents, l'objectif de ce travail est d'élucider l'effet des droits des actionnaires et des salariés sur leurs parts dans la valeur ajoutée selon la structure de propriété des firmes.

Au premier lieu, nous testons l'effet des droits accordés aux actionnaires ainsi que certains mécanismes de gouvernance portant sur les caractéristiques du conseil d'administration (taille, présence des administrateurs externes, nombre des réunions) et le niveau d'endettement sur leur part de richesse dans la valeur ajoutée. De même, nous

incorporons les droits des salariés afin d'étudier le transfert de richesse entre les deux parties prenantes.

Au second lieu, nous testons l'impact de certains droits accordés aux salariés tels que la participation financière des salariés sous forme d'actionnariat des salariés, la stabilité de l'emploi (ampleur du licenciement), la représentation des salariés dans l'entreprise, la représentation syndicale et la formation professionnelle sur la part de richesse allouée aux salariés en France. De même, nous incorporons les droits des actionnaires afin de vérifier le transfert de richesse entre les deux parties prenantes.

Finalement, nous étudions l'effet des droits des actionnaires et des salariés sur leurs parts de richesse selon la structure de propriété des firmes.

A partir de cette étude, nous cherchons à répondre aux différentes interrogations : Est-ce que la suppression d'emploi influence positivement la richesse des actionnaires ? Est-ce que l'actionnariat des salariés a-t-elle une influence positive sur la répartition de richesse entre les deux parties prenantes ? Est-ce que la présence des syndicats, la représentation du personnel et la formation professionnelle représentent des facteurs d'amélioration de la richesse des salariés au détriment des actionnaires ? Est-ce que l'effet des droits des actionnaires et des salariés sur leurs parts de richesse diffère selon la structure de propriété des firmes ?

Notre méthodologie suit une démarche hypothético-déductive. Cette dernière se résume en cinq phases : rappel des différentes hypothèses à tester, description des procédures de sélection de l'échantillon et de collecte des données, présentation de la méthode d'analyse de ces données, et discussion et interprétation des résultats. Afin de tester nos hypothèses, nous avons choisi d'utiliser un panel cylindré sur 6 ans (2000-2005) regroupant 85 entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 250.

Nous avons testé les différentes hypothèses à l'aide d'un modèle à équations multiples. Celui-ci comprend deux équations expliquant la part de richesse allouée aux actionnaires et aux salariés. Afin d'estimer notre modèle, nous avons choisi d'appliquer la méthode de Seemingly Unrelated Regression (SUR) qui tient compte de la dépendance entre les termes d'erreurs.

Notre étude nous a permis de dégager les principaux résultats suivants.

Le degré de protection des actionnaires minoritaires n'affecte pas significativement leur part de richesse allouée. Inversement aux travaux de La Porta et al. (2000) montrant qu'une meilleure protection des actionnaires est associée à une distribution élevée de dividende. Concernant les mécanismes de gouvernance portant sur les caractéristiques du conseil d'administration, la présence des administrateurs externes influencent positivement et d'une manière significative la richesse des actionnaires. La présence des administrateurs externes, désignés par les principaux actionnaires, favorise une meilleure divulgation des informations, réduit les conflits d'intérêts, limite la possibilité d'expropriation des actionnaires (Byrd et Hickman, 1992) et augmente la richesse des actionnaires. Concernant les réunions du conseil d'administration, les résultats ne montrent pas un effet significatif sur la richesse des actionnaires. Ce résultat est différent de notre hypothèse montrant qu'une augmentation du nombre des réunions de conseil améliore la performance des firmes. Le niveau d'endettement affecte négativement et d'une manière significative la richesse des actionnaires. Plusieurs travaux expliquent cette relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et l'endettement par le fait que la part de richesse allouée aux actionnaires provenant du free cash flow est composée par une partie distribuée sous forme de dividendes et une partie retenue par l'entreprise afin d'être réinvestie. En effet, la partie réservée par l'entreprise contribue à une augmentation de l'investissement et une diminution de la dette. Ce désendettement devient ainsi synonyme de l'accroissement de la richesse des actionnaires.

Afin d'étudier la relation de complémentarité ou de substituabilité entre la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et celle des salariés nous avons choisi d'étudier l'effet de chaque droit accordé aux salariés, contribuant à une augmentation de leur richesse, sur la richesse des actionnaires. Les résultats montrent un effet non significatif des variables liées aux licenciements, à la représentation des salariés et à l'actionnariat des salariés. Inversement, les dépenses en formation professionnelle influencent positivement et d'une manière significative la richesse des actionnaires. En effet, l'adoption des programmes de formation encourage le développement du capital humain et contribue à l'amélioration du capital financier. Portant sur la relation entre la création de valeur et la formation professionnelle, plusieurs études (Dennery, 2004 ; Tahir, 2004...) montrent que la formation professionnelle contribue à la création de valeur globale de l'entreprise.

Du côté des salariés, l'ampleur de licenciement diminue la richesse des salariés sans influencer celle des actionnaires. Les résultats ne confirment pas un transfert de richesse des salariés aux actionnaires suite à la réduction des effectifs. La présence syndicale augmente la

part des salariés dans la valeur ajoutée sans affecter la richesse des actionnaires inversement aux travaux de Doucouliagos et Laroche (2004) montrant que les syndicats interviennent afin d'augmenter les rentes des salariés au détriment de la richesse des apporteurs de capitaux financiers. L'actionnariat des salariés, le nombre des représentants des salariés ainsi que le niveau d'endettement n'influencent pas la richesse des salariés. La formation des salariés, mesurée par les dépenses en formation professionnelle, influence négativement et d'une manière significative la richesse des salariés. L'effet négatif et significatif de la formation des salariés sur leurs richesses peut être expliqué par le fait qu'une augmentation des rémunérations, influencée par la politique de formation, incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires au détriment des salariés (Laroche, 2006).

Afin d'étudier la relation de complémentarité ou de substituabilité entre la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et celle des salariés nous avons choisi d'étudier l'effet de chaque droit accordé aux salariés, contribuant à une augmentation de leur richesse, sur la richesse des actionnaires. Les résultats montrent un effet non significatif de la taille du conseil d'administration sur la richesse des salariés. Inversement, le nombre des réunions du conseil d'administration influence positivement la richesse des salariés.

L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires influence négativement et d'une manière significative la richesse des salariés. Selon La Porta et al. (2000), les pays qui offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende, ce qui augmente la richesse des actionnaires. En étudiant la relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés, Timbeau (2002) montre qu'une compensation du coût salarial supplémentaire se traduit par une diminution du coût de capital. Une augmentation des salaires entraîne une diminution des dividendes. L'auteur montre que ces deux coûts sont d'ampleur identique et de sens opposés. De même, une augmentation de la richesse des actionnaires peut se traduire par une réduction des effectifs ou une cession d'actifs (Charreaux, 2007).

La présence des administrateurs externes exerce un contrôle sur les décisions managériales et affecte positivement la performance. Portant sur la relation entre la présence des administrateurs indépendants et la richesse des actionnaires, Rosenstein et Waytt (1990) recommandent cette présence et concluent que la désignation d'un administrateur externe favorise une augmentation des cours boursiers pendant la période suivant cette désignation.

En étudiant la relation entre la présence des administrateurs externes et les réductions des effectifs, Severin (2003) trouve un effet non significatif de la présence des administrateurs externes sur les licenciements des salariés et par conséquent sur leurs richesses. Les résultats montrent un effet positif et significatif des administrateurs externes sur la richesse des salariés.

Dans la dernière partie, nous avons étudié l'effet modérateur de la structure de propriété sur la répartition de la richesse entre les actionnaires et les salariés. La structure d'actionnariat joue un rôle important dans la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés. En effet, la concentration de propriété améliore la richesse des actionnaires et affecte celle des salariés via la réduction des effectifs. En effet, les différences dans les réactions des marchés financiers suite aux réductions d'effectifs sont expliquées par plusieurs facteurs tels que le système de gouvernance qui prend en considération les salariés dans le processus de création de valeur et la structure d'actionnariat des firmes.

Les résultats montrent des différences significatives par rapport au modèle initial sur trois variables :

L'ampleur de licenciement influence négativement et significativement la richesse des salariés et positivement et significativement la richesse des actionnaires lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. A partir de ce résultat, nous concluons que la réduction des effectifs contribue à un transfert de richesse au détriment des salariés et au profit des actionnaires lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. Ce résultat est en lignée avec les travaux récents de Norazlan et al. (2010) montrant un effet positif de la concentration de la structure d'actionnariat sur la performance des firmes procédant aux licenciements. Concernant l'effet négatif sur la richesse des salariés, Sentis (1998) montre que les dirigeants, lors de la répartition de la valeur ajoutée, ne peuvent pas réduire ni la richesse des créanciers vu que cette dernière est fixée dans les contrats ni celle des actionnaires dans la mesure où ces derniers décident la nomination et la révocation des dirigeants lors du conseil d'administration. Ces derniers, n'ayant pas le droit de diminuer les salaires, procèdent à la réduction de la richesse des salariés par le licenciement des effectifs. De ce fait, une création de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

L'adoption des plans de formation influence positivement la richesse des actionnaires et négativement celle des salariés lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. Selon

Schuster (1988), la formation des salariés influence positivement la politique de rémunération. De même, Laroche (2006) montre qu'une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires au détriment des salariés. L'effet négatif et significatif de la formation des salariés sur leurs richesses est expliqué par l'effet négatif des licenciements sur la richesse des salariés.

L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires influence négativement et d'une manière significative la richesse des salariés lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. En effet, la présence d'actionnaires majoritaires favorise la protection des actionnaires minoritaires (Mayer, 1995) et constitue un substitue d'un environnement juridique offrant une faible protection. Par conséquent, une structure d'actionnariat concentré joue un rôle important dans la création de richesse pour les actionnaires et la performance des firmes en global. De même, la concentration de la structure d'actionnariat favorise la réduction des effectifs et l'augmentation de la richesse des actionnaires au détriment des salariés.

Concernant le reste des variables, les résultats ne montrent pas une différence significative selon la structure d'actionnariat des firmes dans les deux groupes.

Les résultats trouvés montrent que les droits accordés aux actionnaires et aux salariés influencent leurs parts dans la valeur ajoutée. De même, nous avons testé le rôle de la structure de propriété sur la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les salariés.

Structure globale de la thèse

Notre travail est composé de deux grandes parties : une partie théorique et une partie empirique. La partie théorique comporte trois chapitres. Le premier s'intéresse au principe du gouvernement d'entreprise, aux différents droits accordés aux actionnaires selon que le système légal soit de type commun ou civil ainsi que l'importance de cette protection dans la création de valeur actionnariale, sur la performance des firmes et le rôle du système juridique dans l'explication des disparités entre les pays concernant le développement des marchés financiers et la structure de propriété. Le deuxième chapitre présente une nouvelle conception du gouvernement d'entreprise : celle de la gouvernance partenariale. Dans ce chapitre, nous nous intéressons aux différents droits accordés aux salariés dans un contexte international ainsi que leurs impacts sur la répartition de la valeur ajoutée et la performance des firmes. Le

dernier chapitre présente, dans un premier lieu, deux modes de création de valeur : la valeur actionnariale et partenariale ainsi que leurs mesures. Dans un second lieu, les différents conflits entre les actionnaires et les salariés sur la répartition de valeur. De même, nous présentons les différents droits accordés aux salariés, dans un contexte international, afin de les protéger contre les licenciements et assurer une stabilité du capital humain. Enfin, nous présentons certains travaux anglo-saxons et français étudiant l'impact des décisions de licenciements sur la performance des firmes et principalement sur la distribution de richesse.

La partie empirique est composée de deux chapitres : le premier comprend la méthodologie de recherche. Nous présentons les objectifs et un rappel des hypothèses de la recherche. De même, nous identifions notre période d'étude, notre échantillon, les mesures des différentes variables utilisées et les modèles empiriques à tester. Le deuxième chapitre est réservé à la validation empirique de nos hypothèses de recherche ainsi que l'analyse et la discussion de nos résultats.

Dans la conclusion générale, nous présentons les principales conclusions de ce travail, les limites et les perspectives de recherches.

**PARTIE THEORIQUE : RICHESSE DES
ACTIONNAIRES ET DES SALARIES :
DETERMINANTS ET CONSEQUENCES**

Le principe de gouvernement d'entreprise définit la firme comme étant un nœud de contrats et de relations d'agence entre un mandant (principal) et un mandataire (agent). Le principal confère au mandataire le pouvoir de prendre des décisions à son intérêt en contre partie la réception d'une rémunération (Desbrières, 1997). Selon une approche partenariale, le gouvernement d'entreprise détermine ceux qui contrôlent, qui apportent les fonds et qui assument le risque, inversement à l'approche traditionnelle, la répartition de la valeur ajoutée n'est pas déterminée seulement au regard des actionnaires mais au profit des parties prenantes (Blair, 1995). Selon Germain (1998), le système de gouvernement des entreprises regroupe un ensemble de mécanismes permettant d'exercer un contrôle sur les dirigeants et d'influencer leurs décisions dans l'objectif de créer de la valeur ajoutée au profit des parties prenantes et non seulement dans l'intérêt des actionnaires. De ce fait, un système de gouvernance efficace prend en considération l'ensemble des « *stakeholders* » dans la création et la répartition de la richesse de l'entreprise.

L'objectif de la première partie de la thèse est d'identifier les déterminants de la répartition de la valeur ajoutée entre les parties prenantes et principalement les actionnaires et les salariés et les conséquences de cette répartition sur la performance de la firme.

Dans un premier temps, nous identifions les parties prenantes, les principes de gouvernement d'entreprise portant sur les différents droits accordés aux actionnaires selon que le système légal soit de type commun ou civil ainsi que l'importance de cette protection dans la création de valeur actionnariale et la performance de la firme. De même, nous présentons les mécanismes de gouvernance permettant de protéger les actionnaires et contribuer à une amélioration de la performance.

Dans un deuxième temps, nous présentons une nouvelle conception du gouvernement d'entreprise : celle de la gouvernance partenariale. Dans ce chapitre, nous nous intéressons aux différents droits accordés aux salariés dans un contexte international ainsi que leurs impacts sur la répartition de la valeur ajoutée et la performance des firmes.

Dans un troisième lieu, nous présentons les deux modes de création de valeur : la valeur actionnariale et partenariale ainsi que leurs mesures. Dans un second lieu, les différents conflits entre les actionnaires et les salariés sur la répartition de valeur et son impact sur la performance des firmes. De même, nous présentons les différents droits accordés aux salariés lors des réductions d'effectifs ainsi que certains travaux anglo-saxons et français étudiant

l'impact des décisions de licenciements sur la performance des firmes et principalement sur la distribution de richesse.

**CHAPITRE 1 : GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE,
PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES
ET PERFORMANCE DES FIRMES : COMPARAISON
INTERNATIONALE**

Introduction

Au cours de ces dernières années, plusieurs études ont étudié les disparités dans les systèmes de gouvernance dans le monde ainsi que leurs implications dans la réduction du comportement opportuniste des dirigeants. A cet égard, l'existence de deux systèmes orientés respectivement marchés et banques dans les pays anglo-saxons et germano-nippons proviennent des sources juridiques, politiques, concurrentielles et celles liées aux « investisseurs institutionnels » (Caby, 2004). D'autres études s'intéressent essentiellement aux diverses réglementations qui régissent les systèmes financiers, notamment les sanctions empêchant les institutions financières anglo-saxonnes (par rapport aux institutions financières allemandes et japonaises) de participer au capital des entreprises (Prowse, 1994) ou les différents codes du gouvernement d'entreprise en matière de transparence des informations divulguées⁷ (Basdevant et Monod, 2004).

Il est intéressant d'expliquer les différences dans l'architecture des systèmes financiers dans le monde par les disparités dans les systèmes juridiques. Cette thèse de « Law and Finance » est défendue par La Porta et al. (1997, 1998) étudiant la relation existante entre la nature du système juridique du pays, le niveau de protection des actionnaires et la performance des firmes. En effet, la nature du système juridique (anglo-saxon, français, allemand ou scandinave), influence non seulement le niveau de protection des investisseurs et leurs conditions d'application, mais aussi le niveau de développement des marchés financiers.

Dans ce cadre d'analyse, les pays de common law (anglo-saxons) offrent une meilleure protection aux investisseurs que ceux du droit civil (français et allemand). De ce fait, les actionnaires ont plus de confiance que les capitaux apportés ne seront pas détournés conditionnerait le développement des marchés de capitaux. Inversement, lorsque le système juridique offre une protection insuffisante aux petits actionnaires, la seule solution pour assurer le financement des entreprises serait le recours à la concentration de l'actionnariat qui constituerait un substitut à l'absence d'un environnement légal et institutionnel performant (Shleifer et Vishny, 1997). De même, La Porta et al. (2000) mettent une relation entre la richesse des actionnaires sous forme de dividende distribué et la protection légale des actionnaires dans 33 pays. Ils montrent que les politiques de dividendes varient à travers les

⁷ En Allemagne, ce code porte essentiellement sur la transparence des informations. La loi impose aux sociétés, désirant de ne pas divulgués des informations aux actionnaires, de faire une déclaration annuelle justifiant leurs choix.

régimes juridiques (common law vs civil law) ainsi qu'une meilleure protection des actionnaires étant associée à des dividendes plus élevés.

De même, nous allons étudier l'impact de certains mécanismes de gouvernement sur la richesse des actionnaires. Premièrement, nous présentons les travaux étudiant la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance des firmes. Les travaux de Jensen (1993) montrent que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille sont moins performantes que les autres et cela réside dans la difficulté de résolution des problèmes d'agence. Ferris et al. (2003) trouvent une relation positive entre la taille du conseil et la valeur de l'entreprise mesurée par le ratio market to book. Mak et Li (2001) ont prouvé statistiquement une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la valeur de l'entreprise mesurée par le ratio Q de Tobin pour des entreprises à Singapour.

L'efficacité d'un conseil d'administration réside dans la présence des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. Rosenstein et Waytt (1990) recommandent cette présence et montrent que la désignation d'un administrateur externe entraîne une augmentation de la richesse des actionnaires. Cette relation positive a été montrée dans les travaux de Kiel et Nicholson (2003) dans un échantillon d'entreprises australiennes ainsi que les études d'Andre et al. (2004) étudiant des firmes de Toronto Stock Exchange.

L'objectif de notre chapitre est d'étudier, dans un premier lieu, le premier volet du gouvernement d'entreprise portant sur la relation entre les actionnaires minoritaires et les managers ainsi que l'analyse des différents mécanismes de gouvernement d'entreprise permettant de protéger les actionnaires contre tout type d'expropriation au sein des entreprises. A cette fin, nous exposons le rôle du système juridique et réglementaire, les procédures d'information, le contrôle effectué par les marchés financiers par l'intermédiaire des OPA (le rôle disciplinaire) dans la protection des minoritaires dans chaque pays et leurs impacts sur le développement des marchés financiers. De même, et dans un cadre moins large, nous allons étudier les mécanismes d'ordre interne tels que le rôle du conseil d'administration, la présence des administrations indépendants, la structure de propriété... censés protéger les minoritaires et influencer la richesse des actionnaires.

Dans un deuxième lieu, nous présentons les études de La Porta et al. (1997, 1998 et 2000) portant sur la protection des actionnaires, son impact sur la structure de propriété, le développement des marchés financiers et la richesse des actionnaires.

Section 1 : Mécanismes de gouvernement des entreprises et protection des actionnaires minoritaires

Le thème « *gouvernement d'entreprise* » s'inspire de la théorie d'agence. Il est attribué à Berle et Means (1932) se basant sur une relation principale liant les actionnaires (les apporteurs de fonds financier) aux dirigeants. Dans le cadre de cette relation, plusieurs conflits naissent⁸ suite à la séparation entre la fonction propriété et décision (théorie des mandats), l'expropriation des petits actionnaires par des dirigeants ainsi qu'aux comportements opportunistes.

Ces conflits résultent premièrement des divergences d'horizons entre les actionnaires et les managers. Les actionnaires raisonnent dans un avenir infini lié aux caractéristiques des actions qu'ils détiennent (négociables sur les marchés) inversement aux managers où leurs horizons sont limités à leurs présences dans l'entreprise. La deuxième source de conflit porte sur le risque supporté. En effet, les actionnaires minoritaires détiennent des portefeuilles d'actions diversifiables afin de diminuer le risque financier, inversement aux dirigeants qui optent pour des projets rentables à court terme et qui dépendent de leurs durées de présence dans l'entreprise (Charreaux, 1994).

Le gouvernement d'entreprise constitue un mécanisme de résolution des différents conflits et permet de limiter les différentes expropriations. De ce fait, plusieurs travaux (Jensen et Meckling, 1976, 1979 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983) ont étudié des mécanismes internes et externes permettant de contrôler les dirigeants, réduire les coûts d'agence, aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires afin de permettre une répartition adéquate de richesse entre les apporteurs de capital humain et financier.

Les mécanismes externes comprennent le marché financier permettant de révoquer l'équipe dirigeante en place par l'intermédiaire des OPA et augmenter la performance des firmes ainsi que le marché des prises de contrôle, le marché des biens et services, le marché du travail des dirigeants, l'intermédiation financière et l'environnement légal, politique, réglementaire, culturel ou médiatique. Les mécanismes disciplinaires internes se basent essentiellement sur le contrôle exercé par les actionnaires, les systèmes de rémunération des

⁸ Les travaux de Jensen et Meckling (1976).

dirigeants⁹, la surveillance mutuelle entre dirigeants, le contrôle des salariés et le rôle du conseil d'administration.

Dans ce contexte, Charreaux (1997) classe les mécanismes de gouvernance d'entreprise selon des critères de spécificité et d'intentionnalité¹⁰ et présente les différents mécanismes de contrôle, en croisant les deux critères, dans le tableau suivant :

Tableau 1 : Les différents mécanismes de contrôle

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Assemblées générales des actionnaires (contrôle direct des actionnaires) Conseil d'administration Systèmes de rémunération ou d'intéressement Syndicats internes comité d'entreprise Structure formelle Auditeurs internes	Environnement légal et réglementaire (tels que les lois sur les sociétés, sur le travail...) Associations des consommateurs Syndicats nationaux Auditeurs légaux
Mécanismes non intentionnels	Surveillance mutuelle des dirigeants Réputation auprès des salariés Culture d'entreprise Réseau de confiance informel	Marchés financiers Marchés des biens et services Crédits interentreprises Marché du travail Intermédiation financière Environnement sociétal, médiatique, culturel Marché de la formation

Source : Charreaux G., (1997)

L'objectif de l'approche traditionnelle du gouvernement d'entreprise est de protéger les intérêts des actionnaires qui disposent de droit de contrôler les dirigeants et d'être représentés dans les conseils. Dans une approche plus globale, Blair (1995) définit le gouvernement d'entreprise comme un ensemble de processus liant les principaux acteurs notamment les dirigeants et ceux qui apportent le capital financiers (les shareholders) et qui assument le risque ainsi que les moyens mis en place afin que les actionnaires se rassurent que leurs fonds ne seront pas détournés et qu'ils reçoivent une rémunération de leurs investissements (Shleifer et Vishny, 1997). Principalement, le gouvernement d'entreprise définit l'ensemble des mécanismes permettant de délimiter les pouvoirs d'influencer les

⁹ Attribution des ESOP.

¹⁰ Les règles sont mises en place d'une manière volontaire.

décisions des dirigeants qui définissent leur espace discrétionnaire en intégrant des mécanismes disciplinaires externes et internes dans le but est la maximisation de la valeur créée par les actionnaires¹¹ (Charreaux, 1997).

La nouvelle conception du gouvernement d'entreprise représente un ensemble de pouvoir des différentes parties prenantes d'où le passage d'un modèle moniste à un modèle plural dans l'objectif une amélioration de la performance globale. Par conséquent, les actionnaires ne représentant pas les seuls créanciers résiduels.

Une comparaison internationale des systèmes de gouvernement d'entreprises montrent des disparités selon que le système est fondé sur des marchés (un modèle anglo-saxon) et un système basé sur les banques (modèle germano-japonais). Inversement, le modèle français est classé dans une situation intermédiaire (Annexe 1).

1.1. Le marché comme mécanisme de contrôle d'entreprise

« *Le gouvernement d'entreprise recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». Selon la théorie d'agence, les marchés financiers jouent un rôle principal dans le contrôle des dirigeants et la résolution des conflits d'intérêts. Par conséquent, limiter l'expropriation des actionnaires à travers un accès facile aux informations financières divulgués dans les rapports annuels publiés et lors des différentes réunions et améliorer la performance des firmes.

Selon la théorie de signalisation, le marché financier informe les investisseurs, par l'intermédiaire de l'évolution des cours des titres, sur les décisions stratégique des dirigeants, leur politique financière ou leurs taux de participation au capital. Par conséquent, les actionnaires mécontents de la gestion de l'entreprise vendent leurs titres ce qui diminue la valeur de l'entreprise. De ce fait, le marché financier exerce un contrôle sur les dirigeants afin qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires (Herzel et Shepro, 1990). De ce fait, le système des offres publiques d'achats sanctionnent les entreprises non performantes dans l'objectif de remplacer une équipe dirigeante non performante (Nekhili, 1994). De ce fait, plusieurs travaux basés sur le gouvernement d'entreprise et étudiant l'impact de l'introduction en

¹¹ Mesurée par l'Economic Value Added (EVA) qui constitue un indicateur financier utilisé pour mesurer la rentabilité financière.

bourse et la performance des firmes, montrent que les firmes enregistrent une amélioration de leurs performances suite à leurs introductions en bourse.

Une comparaison internationale de l'effet disciplinaire des marchés financiers montre des disparités. En effet, au Japon et en Allemagne, le système financier est basé sur les banques d'où un contrôle faible par les marchés financiers inversement aux Etats-Unis (Franks et Meyer, 1993).

1.2. Rôle des banques dans le contrôle d'entreprise

Autre que l'intermédiation financière, les banques exercent un rôle important dans la résolution des conflits entre les dirigeants et les actionnaires à travers leurs participations dans le conseil d'administration. De ce fait, les banques interviennent afin de contrôler les entreprises et limiter le problème des passagers clandestins (Diamond, 1984).

En Angleterre, les entreprises recourent aux banques afin d'exercer un contrôle sur la gestion. Par contre, au Japon, la structure du contrôle d'entreprise est liée à la forme de son organisation « *Keiretsu* »¹² et les banques détiennent un part de capital des entreprises et elles agissent en tant que créanciers et actionnaires. Par conséquent, elles contrôlent les décisions des dirigeants, surveillent les sources de financement, remplacent une équipe non performante et réduisent les conflits dans le but d'améliorer la performance des firmes. En effet, les études d'Hoshi et al. (1990 et 1991), montrent que les entreprises ayant un capital détenu par les banques sont les plus performantes¹³.

Section 2 : L'environnement réglementaire et protection des actionnaires minoritaires

Certaines divergences ont été distinguées entre les différents pays (le Royaume Uni, l'Allemagne, l'Union européenne et les Etats-Unis) portant sur le développement des marchés financiers. Les pays anglos saxons présentent des marchés financiers développés inversement aux pays germano nippons. Ces disparités proviennent des lois et des règles de protection des actionnaires et principalement celles portant sur la divulgation d'informations aux investisseurs (Basdevant, 2004). De ce fait, plusieurs organisations internationales ont adopté

¹² C'est une série d'entreprises de différents secteurs industriels qui sont regroupées autour d'un noyau d'institutions financières.

¹³ Inversement, la performance boursière mesurée par le Q de Tobin est plus faible dans le cas de ces sociétés.

des différents codes afin de réguler et contrôler les entreprises. L'évolution de ces rapports est résumée dans le tableau suivant :

Tableau 2: Le développement des rapports en Europe

Année	Nombre de codes publiés	Principaux pays
1991-1994	4	Grande Bretagne
1995-1997	6	France, Hollande, Finlande
1997-2001	25	Reste de l'Europe
Total	35	

Source: European Association of Securities Dealers (EASD)

2.1. Réformes du gouvernement d'entreprise et protection des minoritaires : une comparaison internationale

Une comparaison internationale portant sur le niveau de protection accordé aux actionnaires minoritaires montre des disparités entre les pays. Au Royaume-Uni, des conflits d'intérêts naissent suite aux rémunérations excessives des dirigeants ainsi que la difficulté d'un certain contrôle. A cette fin, plusieurs actes ont été mis en place tels que la Sir Adrian Cadbury en 1992, le rapport Greenbury en juillet 1995 et un acte de bonne conduite « *The combined code of corporate governance* » en juillet 2003. Ce dernier s'intéresse à différents points tels que « *la présence d'un comité d'audit, l'efficacité du système de contrôle interne, la transparence au niveau des informations divulguées, le contrôle des rapports financiers par les commissaires au comptes, la présence des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration...* ». En 2001, l'Allemagne a développé un code de gouvernement d'entreprise afin de faciliter la divulgation des informations et limitant les délits d'initiés.

Aux Etats-Unis, la loi de 1993 exige la constitution d'un comité qui assure le contrôle des décisions des dirigeants, la divulgation d'information complète et la présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration. La deuxième loi « *Sarbanes-Oxley Act* » du 30 juillet 2002 porte sur la composition du conseil d'administration, la présence des administrateurs externes, le contrôle des rapports des entreprises au moins une fois tous les trois ans et l'accès des investisseurs aux informations financières¹⁴. Aux Etats-Unis, quelques cours américaines exigent que les dirigeants soient responsables des informations inexacts

¹⁴ Les informations liées aux opérations hors bilans, les stocks options, l'état financier de la firme, les modalités de contrôle interne...

ou trompeuses et la société assume toute sa responsabilité sur les informations divulguées dans son rapport ou transmise au marché.

En Australie, Mitchel et al. (2005) étudient les différentes réformes du gouvernement d'entreprise portant sur la protection des intérêts des actionnaires et les mécanismes de résolution des conflits d'intérêts. Ces réformes, concernent au premier lieu, la divulgation des informations. En 2004, la Corporate Law Economic Reform Program Act exige aux entreprises de publier les informations portant sur la rémunération des dirigeants par les stocks options dans « *un rapport de rémunération* » ainsi que les avis des actionnaires envers ces rémunérations. Au second lieu, les réformes portent sur la composition des conseils d'administrations et la présence des administrateurs externes.

En France, les marchés financiers jouent un rôle important dans le financement des entreprises où différentes réglementations sont mises en place afin de protéger les actionnaires minoritaires. La Commission des Opérations de Bourse (COB)¹⁵ exige, dans le but de protéger les actionnaires, que toute information inexacte, non précise et non sincère divulguée au public puisse entraîner des sanctions. Suivant le cas des pays anglo-saxons, la France a connu certaines évolutions dans son système de gouvernance marqué par un premier rapport de Marc Viénot, en 1995, intitulé « *Le conseil d'administration des sociétés cotées* ». L'objectif de ce rapport est d'exercer un contrôle sur les dirigeants à travers la composition du conseil d'administration, les administrateurs externes et les comités d'audit. En 1999, le deuxième rapport de Viénot représente une continuité du premier et se base sur une séparation des fonctions du directeur général des celles du président du conseil d'administration. En 2001, la loi des nouvelles régulations économiques (NRE) contient des règles portant sur la composition et le fonctionnement du conseil d'administration dont l'objectif est d'assurer une protection aux actionnaires minoritaires. De ce fait, les actionnaires disposent du droit de participer aux assemblées générales quelque soit la part d'actions détenue, d'accéder aux comptes consolidés ainsi que le principe de la visioconférence. De même, la loi exige une transparence sur les rémunérations des dirigeants et baisse le seuil de capital détenu par les actionnaires de 10% à 5%. De ce fait, les actionnaires disposent du droit de contrôle des décisions des dirigeants ainsi que la révocation du commissaire aux comptes.

¹⁵ Cette commission est remplacée par l'AMF.

En 2003, la loi de la sécurité financière réduit les conflits en assurant un contrôle efficace sur la direction (Basdevant, 2004). En effet, les actionnaires disposent du droit d'accéder aux informations relatives au fonctionnement du conseil (nombre de réunions tenues, fréquentation, activité du conseil au cours de l'exercice écoulé, appréciation du conseil, existence et missions des comités, etc.).

2.2. Rapport OCDE de gouvernement d'entreprise et protection des minoritaires

Les principes de l'OCDE¹⁶ (l'Organisation de Coopération et de Développement Economique) représentent des références ainsi que des recommandations aux pays membres afin d'améliorer les techniques de gouvernement d'entreprise. De ce fait, ces principes constituent une base permettant d'améliorer les règles juridiques et réglementaires des entreprises. L'objectif principal de l'OCDE est d'assurer une protection aux actionnaires ainsi qu'aux autres parties prenantes. Le rapport de l'OCDE est composé de cinq domaines :

Le premier s'intéresse aux droits des actionnaires. Ces derniers ont le droit d'accéder régulièrement aux informations liées à la société et le déroulement des assemblées, « *de participer et de voter aux assemblées générales des actionnaires* ». De même, les actionnaires disposent d'un droit d'accès aux informations portant sur la structure d'actionnariat de l'entreprise.

Le deuxième volet porte sur « *le traitement équitable de tous les actionnaires* » concernant l'accès aux informations¹⁷ et le droit de vote.

Le troisième volet s'intéresse « *au rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise* ». Il porte principalement sur les règles juridiques qui permettent de protéger les différentes parties prenantes, de les impliquer dans la vie de l'entreprise, de faciliter leurs accès aux informations afin de créer de la valeur au profit des stakeholders.

¹⁶ Les pays Membres originaires de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus Membres par adhésion aux dates indiquées ci-après : le Japon (28 avril 1964), la Finlande (28 janvier 1969), l'Australie (7 juin 1971), la Nouvelle-Zélande (29 mai 1973), le Mexique (18 mai 1994), la République tchèque (21 décembre 1995), la Hongrie (7 mai 1996), la Pologne (22 novembre 1996) et la Corée (12 décembre 1996).

¹⁷ L'interdiction des délits d'initié.

Le quatrième principe porte sur « *la transparence et la divulgation des informations* » jugés importants par les investisseurs afin de pouvoir partager un sentiment de confiance.

Le dernier volet s'intéresse au « *rôle du conseil d'administration* » dans la surveillance des performances de l'équipe de direction. Le conseil joue un rôle important dans la protection des actionnaires et la résolution des conflits d'intérêt.

2.3. Mécanismes internes de contrôle et protection des actionnaires

Dans la section précédente, on a présenté les différentes règles s'intéressant à la protection des actionnaires dans différents pays, alors que certaines entreprises n'accordent pas certains droits aux actionnaires. De ce fait, plusieurs mécanismes d'ordre interne permettent d'assurer une protection aux actionnaires.

Plusieurs études s'intéressent à la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance des firmes. La relation d'agence entre les apporteurs de capitaux (le principal) et les dirigeants (l'agent), selon Jensen et Meckling (1976) devient conflictuelle lors d'une séparation des fonctions de gestion et de propriété. En utilisant des revenus non pécuniaires, les dirigeants augmentent leur bien être et n'agissent pas dans l'objectif d'une création de valeur actionnariale et par conséquent, les actionnaires supporteront des coûts d'agence. A cette fin, plusieurs mécanismes de contrôle sont mises en place afin de réduire ces coûts (Shleifer et Vishny, 1997), assurer une protection aux actionnaires minoritaires et améliorer la performance. Parmi ces mécanismes on cite le rôle du conseil d'administration, la structure de propriété, le système de rémunération, les comités d'audit, les actionnaires majoritaires (André et Schielhll, 2004).

2.3.1. Conseil d'administration, protection des actionnaires et performance des firmes

Parmi les mécanismes internes de gouvernement d'entreprise on cite le rôle du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants et l'amélioration de la valeur au profit des actionnaires. Ce dernier, représentant un lieu de nomination des administrateurs, permet d'assurer la représentation des actionnaires, défendre leurs intérêts, contrôler les décisions, réduire l'expropriation et les conflits d'intérêt et participer à la création de la valeur actionnariale. Selon Jensen (1993), « *Le conseil d'administration se présente comme un lieu d'échange, de discussion, de suivi et d'approbation que les actionnaires peuvent suggérer* ».

Une comparaison internationale en matière de gouvernement d'entreprise portant sur le rôle du conseil d'administration montre des disparités. Dans les pays anglo-saxons, le conseil assure le contrôle et un rôle disciplinaire des dirigeants dans l'objectif d'améliorer leurs richesses et protéger leurs intérêts. Inversement, en France, le conseil d'administration assure le maintien de l'intérêt global dans l'entreprise¹⁸. En Allemagne, le conseil est composé par un conseil de surveillance chargé du contrôle et la directive assurant la gestion d'où la forme duale du conseil. Selon Charreaux et al. (1990), un conseil est performant lorsqu'il ya une séparation entre la fonction de décision et propriété.

Selon les principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Economique), le dernier volet s'intéresse « *aux rôles du conseil d'administration qui consistent à assurer une surveillance des performances de l'équipe de direction, la protection des actionnaires, la réduction des conflits d'intérêt, la mise en place des dispositifs garantissant le respect de la législation, le droit de la concurrence, le droit du travail* »... Certaines réglementations, telles que la loi NRE (2000), la loi de la sécurité financière en France (2003) et la loi Sarbanes-Oxley (2002) aux Etats-Unis, insistent sur le rôle des conseils d'administration dans la protection des actionnaires. En France, le rapport BOUTON recommande une égalité entre le nombre des administrateurs externes et les autres présents dans le conseil d'administration des firmes managériales afin de protéger les intérêts des actionnaires.

L'étude de Labelle et al. (2000) se base sur le modèle intégrateur de Zhara et Pierce (1989) afin d'étudier la relation entre certaines caractéristiques du conseil d'administration et la performance des firmes. Parmi ces caractéristiques on cite : la composition ou la taille liée à la représentation des parties prenantes, les caractéristiques permettant d'identifier les membres¹⁹, la structure présentant des informations sur les comités présents dans le conseil²⁰ ainsi que le processus du conseil dans la prise de décision.

¹⁸ Hopt et Wymeersch (1997) définissent l'intérêt social « comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes de celles de ses actionnaires, des salariés, de ses créanciers dans le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspond à leurs intérêts communs, qui est d'assurer la continuité et la prospérité de l'entreprise ».

¹⁹ L'identité des membres, l'âge, le niveau de formation et l'expérience.

²⁰ Nombre, composition, caractéristiques etc.

2.3.1.1. Présence des administrateurs externes

Selon Fama et Jensen (1983), un conseil d'administration est efficace lorsqu'il comprend des administrateurs externes et assure un contrôle mutuel exercé par les dirigeants. Selon la théorie d'agence, les administrateurs internes ne disposent pas du pouvoir de contrôler les décisions des dirigeants afin de réduire les conflits d'intérêt et protéger les actionnaires.

Plusieurs notions sont attribués afin d'identifier les administrateurs indépendants tels que le « *désintéressé* », l'« *administrateur externe* », le « *non relié* », le « *non membre de la direction* » (Clarke, 2006). En effet, un administrateur externe indépendant est défini comme « *director who is independent of management and is free of any interest and any business or any other relationship which could, or could reasonably be perceived to, materially interfere with the director's ability to act in the best interests of the corporation, other than interests and relationships arising from shareholdings* ». Le rapport Bouton le définit « *comme toute personne qui n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement* ».

La présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration permet d'assurer un équilibre entre les membres et limiter les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes (Pichard, 2000). De ce fait, les administrateurs indépendants limitent le gonflement des rémunérations des dirigeants (Bouton, 2002 ; OCDE, 2003,2004), réduisent l'expropriation des actionnaires et assurent un contrôle des décisions managériales afin que les dirigeants agissent dans l'objectif de création de valeur au profit des actionnaires ainsi que la viabilité du conseil. Mishra et Nielsen (2000) montrent que la présence des administrateurs externes indépendants accroît la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de la firme. L'objectif des indépendants est de préserver l'intérêt des actionnaires à travers des décisions objectives et optimales par rapport à celle des administrateurs internes (Fama, 1980). Par conséquent, les conseils d'administration dominés par des administrateurs externes sont plus efficaces en matière du contrôle des dirigeants.

Plusieurs recherches se sont intéressées à la relation entre la présence des administrateurs externes et la performance des firmes. En effet, les entreprises moins rentables ont intérêt à augmenter le nombre d'administrateurs externes dans leurs conseils (Hermalin et Weisbach, 2003). Les études de Rosentein et Wyatt (1990) montrent un effet

positif de la désignation d'un administrateur externe sur la création de valeur pour l'entreprise. De même, Mishra et Nielsen (2000) ont trouvé que la présence des dirigeants externes indépendants influence positivement les mesures de la performance comptable.

Weisbach (1988) conclut que « *dans les entreprises où les administrateurs externes prédominent au conseil d'administration, les indicateurs de performance sont plus fortement corrélés avec le taux de rotation au poste de directeur général que dans les entreprises où prédominent les administrateurs internes. Les conseils d'administration à dominante extérieure ont tendance à augmenter la valeur de l'entreprise grâce aux changements de directeur général* ».

Portant sur la relation entre la présence des administrateurs indépendants et la richesse des actionnaires, Rosenstein et Waytt (1990) recommandent cette présence et concluent que la désignation d'un administrateur externe favorise une augmentation des cours boursiers pendant la période suivant cette désignation. De même, Kiel et Nicholson (2003), en étudiant la relation entre la composition du conseil d'administration et la performance des entreprises australiennes cotées, ont montré que la proportion des administrateurs externes influence positivement la performance boursière. Cotter et al. (1997) testent l'effet de la présence des administrateurs dans l'amélioration de la richesse des actionnaires. Les auteurs montrent que les actionnaires augmentent leurs gains lorsque le conseil est composé majoritairement par des administrateurs externes (supérieur à 50%). En étudiant l'impact de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance des firmes de Toronto Stock Exchange, André et al. (2004) trouvent que le nombre des administrateurs externes affecte positivement la performance des entreprises mesurée par le ratio Q de Tobin. En effet, la présence des administrateurs externes exerce un contrôle sur les décisions managériales et affecte positivement la performance.

Inversement aux travaux précédents, certaines études montrent un effet négatif ou neutre de la présence des administrateurs externes sur la performance des firmes. Agrawal et Knoeber (1996) trouvent que les firmes qui introduisent des administrateurs externes dans le conseil d'administration enregistrent une baisse de la performance. De même, Bhagat et al. (2000) et Lawrence et al. (1999) ont conclu à l'absence de relation entre le nombre d'administrateurs extérieurs et la performance de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin.

L'échec des administrateurs externes dans le contrôle des dirigeants est expliqué par le fait que les membres externes indépendants n'agissent pas nécessairement dans l'intérêt des actionnaires. Selon Charreaux et Pitol-Belin (1990), ces administrateurs sont désignés par le dirigeant ce qui réduit leurs caractères d'indépendants. Ces administrateurs peuvent entrer en collusion avec les dirigeants et peuvent accepter des investissements jugés non rentables par les actionnaires. De même, les administrateurs externes se basent sur des informations publiques et non détaillées afin de formuler leurs opinions. Ezzamel et Watson (2002) montrent que les dirigeants externes peuvent contribuer au gonflement de la rémunération des hauts dirigeants afin d'augmenter leurs propres intérêts et l'utiliser dans leur négociation dans leur entreprise. De même, les administrateurs externes ressentent une gratitude envers les dirigeants d'avoir occupé un poste prestigieux et l'absence d'incitation de réduire la rémunération des dirigeants. Par conséquent, les dirigeants échappent du contrôle, la valeur actionnariale diminue et les conflits d'intérêts persistent.

En étudiant la relation entre la présence des administrateurs externes et la politique de dividendes, Kaplan et al. (1990) confirment que les firmes qui diminuent le nombre des administrateurs présents dans le conseil distribuent moins de dividendes. Inversement, sur la base de 412 entreprises cotées sur la bourse de Hong Kong durant la période 1995- 1998, Chen et al. (2005) concluent à l'absence de relation entre la proportion des administrateurs externes dans le conseil d'administration et le montant du dividende distribué.

H1 : La présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration limite l'expropriation, favorise une augmentation de la performance et la richesse des actionnaires.

2.3.1.2. Taille du conseil d'administration

La taille du conseil d'administration a fait l'objet de diverses critiques. Certaines questions ont été posées. Combien de membres doivent siéger au conseil d'administration ? Est ce qu'il faut limiter le nombre d'administrateurs ? Est ce que la performance des firmes dépend de la taille du conseil d'administration ?

Un conseil d'administration efficace assure le contrôle des dirigeants lorsqu'il présente une taille réduite (Bhagat et Black, 2002). En effet, un nombre important des membres du conseil réduit la surveillance des décisions et augmente l'incertitude envers l'environnement.

Les conseils d'administration de grande taille sont généralement associés aux firmes de grande taille ayant un actionnariat dispersé.

Les travaux étudiant la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance des firmes se réfèrent au nombre d'administrateurs y siégeant. Jensen (1993) et Lipton et al. (1992) ont trouvé que les entreprises disposant d'un conseil d'administration de grande taille enregistrent une performance inférieure à celle des entreprises dotées d'un conseil de taille réduite. Inversement, les entreprises ayant un conseil d'administration de petite taille réduisent les conflits d'agence et créent de la valeur au profit des actionnaires. Sur la base d'un échantillon de 452 firmes américaines durant la période 1984-1991, Yermack (1996) montre la présence d'une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la valeur de la firme, mesurée par le Q de Tobin. L'auteur trouve aussi une relation négative entre la probabilité de remplacer une équipe dirigeante et la taille réduite du conseil d'administration. En effet, plus la taille du conseil est importante, moins la rémunération est liée à la performance de la firme. Selon Eisenberg et al. (1998), les marchés financiers réagissent positivement (négativement) lorsque l'entreprise décide de réduire (augmenter) le nombre des administrateurs.

Inversement aux études précédentes, certains travaux recommandent une augmentation de la taille du conseil d'administration. Pearce et Zahra (1983) ont montré une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la performance. De même, Dalton et al. (1998), dans le cas des petites entreprises, montre qu'un nombre élevé d'administrateurs peut contrôler les dirigeants et refuser certaines décisions prises. En étudiant un échantillon d'entreprises américaines, Ferris et al. (2003) trouvent une relation positive entre la taille du conseil et la valeur de l'entreprise mesurée par le ratio market to book. Mak et Li (2001) trouvent une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la valeur boursière des firmes à Singapour. En effet, les dirigeants procèdent à une augmentation de la taille du conseil afin de signaler aux actionnaires une structure de gouvernance efficace (Byrd et Hickman, 1992). En étudiant l'effet de la taille du conseil d'administration sur la distribution des dividendes, Nekhili et al. (2009) montrent un effet positif et faible.

Inversement, Yermack et Christina (2005) concluent, à partir d'une étude menée en Hong-Kong, à l'absence de relation entre la taille du conseil d'administration et la création de valeur actionnariale des entreprises familiales. De même, Rachdi et al. (2009), sur la base d'un échantillon de firmes américaines ne concluent aucun lien significatif entre la taille du

conseil d'administration et la performance comptable des firmes mesurée par la rentabilité des actifs. Les auteurs expliquent cette absence de lien par le fait que « *le conseil d'administration ne permet pas d'absorber l'incertitude environnementale et prendre les transactions les plus favorables* ».

En se référant à l'activité du conseil d'administration, plusieurs études montrent un effet positif et significatif de l'activité du conseil d'administration sur la performance des entreprises. Rachdi et al. (2009) étudient l'effet des caractéristiques du conseil d'administration (le nombre des administrateurs externes, le cumul des fonctions de décisions et de contrôle, l'activité du conseil d'administration et la taille du conseil d'administration) sur la performance comptable des firmes mesurée par la rentabilité des actifs (ROA). L'étude est basée sur un échantillon composé de 100 entreprises américaines cotées pendant la période 2001-2003. Les auteurs mesurent l'activité du conseil d'administration par le logarithme du nombre des réunions du conseil par an. Les résultats des régressions montrent que l'activité du conseil influence positivement et d'une manière significative la performance comptable des firmes. Plus le nombre des réunions de conseil est élevé, plus la performance est importante. De ce fait, une meilleure diligence, engendre une activité de surveillance et de contrôle et réduit les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

Charreaux et Pitol-Belin (1989) montrent que les rôles des conseils d'administration varient d'un enregistrement des décisions (conseils formels) à la participation des décisions stratégiques (conseils actifs). Les auteurs se réfèrent au modèle proposé par Pearce et Zahra (1991) proposant quatre types de conseil d'administration : les conseils « *dominants* » où les administrateurs jouent un rôle important dans les décisions stratégiques, les conseils « *participatifs* » où les dirigeants dominent, les conseils « *contrôleurs* » où les administrateurs contrôlent les décisions des dirigeants et les conseils « *formels* » où les dirigeants dominent et le conseil est peu actif. Sur la base d'un échantillon de 96 entreprises françaises cotées durant la période 1984-1987, Charreaux et al. (1991) classifient les conseils des sociétés selon le modèle précédent : conseils dominants (14 sociétés), conseils participatifs (6 conseils), conseils contrôleurs (43 conseils) et conseils formels (32 conseils). Les auteurs essayent de trouver un lien entre l'activité du conseil d'administration et la performance des firmes mesurée par le taux de rentabilité des capitaux propres²¹, l'indice de Sharpe²² et l'indice de

²¹ Le taux de rentabilité boursier.

²² Taux de rentabilité moyen-taux de rentabilité des obligations de première catégorie / l'écart type des taux.

Sharpe relatif²³. Les auteurs se basent sur l'hypothèse qu'un conseil d'administration actif contribue à une meilleure performance dans le cadre des entreprises managériales. Ce dernier représente un lieu de résolution des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Les résultats obtenus ne trouvent aucune relation significative entre la performance de la firme et l'activité du conseil d'administration, inversement aux résultats trouvés par Pearce et Zahra dans le cadre des entreprises américaines. Les auteurs expliquent qu'un conseil d'administration peu actif dans une société managériale ne signifie pas nécessairement une expropriation de la richesse des actionnaires lorsque « *les autres systèmes de contrôle jouent leurs rôles* ».

En se basant sur des rapports de certains cabinets²⁴ d'audit concernant les conseils d'administrations des firmes contrôlées, les propositions portent essentiellement sur la réduction du nombre des réunions. En effet, « *un conseil qui se réunit plus souvent que la plupart des autres conseils d'administration aura des difficultés de trouver du temps à consacrer aux problèmes stratégiques* ». Par conséquent, les auditeurs proposent « *d'espacer chaque réunion dans le temps, mais d'allonger chacune d'elles, tout en modifiant et allégeant l'ordre du jour de façon à obtenir des discussions plus efficaces et stratégiques* ». L'efficacité d'un nombre limité de réunions du conseil d'administration peut s'expliquer par la possibilité de déléguer certaines tâches du conseil aux différents comités.

H2a : La diligence du conseil d'administration améliore la richesse des actionnaires.

H2b : La taille réduite du conseil d'administration améliore la richesse des actionnaires.

2.3.2. Structure de propriété, richesse des actionnaires et performance des firmes

Plusieurs facteurs de contrôle tels que le système juridique (La Porta et al., 1997) et la structure de l'actionnariat (Davis et Thompson, 1994 ; Morck et al., 1989) permettent de surveiller les dirigeants, réduire l'expropriation des actionnaires et d'assurer une augmentation de la valeur actionnariale.

Selon Shleifer et Vishny (1986), la concentration de la structure de propriété constitue un mécanisme de résolution du problème de « *Free rider* » (Mayer, 1996) en influençant les décisions des dirigeants (Jensen et al., 1990). De même, Jensen et Meckling (1976) concluent

²³ L'indice de Sharpe / l'indice de marché.

²⁴ BCG et Colin Carter & Associates.

une relation positive entre la concentration de la structure d'actionnariat et la protection des actionnaires minoritaires (Franks et Mayer, 1995). En effet, une structure de propriété dispersée constitue une piste favorable à l'expropriation des actionnaires lorsque ces derniers renoncent au contrôle individuel des dirigeants. Inversement, les actionnaires majoritaires disposent de certains droits leur permettant d'influencer les décisions des dirigeants, remplacer une équipe non performante et même racheter l'entreprise en cas d'une mauvaise performance (Shleifer et al., 1986). De ce fait, la présence d'actionnaire majoritaire constitue un substitue d'un système juridique offrant une faible protection aux actionnaires minoritaires²⁵. Par ailleurs, les actionnaires majoritaires, accédant facilement aux informations (La Porta et al., 1999), procèdent à une expropriation des actionnaires minoritaires ce qui contribue à une augmentation des conflits d'intérêts (Ho et Wong, 2001). De ce fait, l'expropriation des actionnaires diminue suite à une augmentation de leurs parts dans le capital (Harbula, 2004).

Le nombre d'actionnaires majoritaires joue un rôle important dans le contrôle des dirigeants (Von Thaden, 1998) et la limitation d'expropriation des actionnaires. En effet, la présence d'un ensemble d'actionnaires majoritaires crée une compétitivité permettant de protéger et limiter le risque supporté par les minoritaires. Selon Bloch et Hege (2001), il existe deux types d'actionnaires majoritaires ; ceux qui exercent un contrôle sur les dirigeants et ceux qui exproprient les minoritaires, d'où la nécessité de la présence d'un second actionnaire majoritaire afin de limiter les conflits.

Autre que la structure de propriété, plusieurs études montrent que la nature des actionnaires force les dirigeants à divulguer des informations, contrôle les décisions managériales et par conséquent, protège les actionnaires minoritaires et diminue le risque d'expropriation (Bathala et al., 1994). Selon Healy et al. (1999), « *les investisseurs institutionnels sont considérés comme les agents les plus exigeants en termes d'informations financières régulières et publiées en temps opportun* ». Ils exigent les dirigeants à divulguer des informations dans le but de protéger les actionnaires minoritaires.

Les blocs de contrôle jouent un rôle important dans la création de richesse pour les actionnaires et la performance des firmes en global. Dans un contexte américain, Shleifer et al. (1988) concluent qu'un Q de Tobin élevé est enregistré dans les entreprises ayant une

²⁵ Selon La Porta et al. (1998), le système juridique influence le niveau de protection des actionnaires minoritaires et par conséquent l'actionnariat des salariés.

structure d'actionnariat concentrée. Selon Franks et Mayer (1995), au Royaume Uni, la concentration de capital contribue à une amélioration de la performance grâce à un contrôle efficace qui dépend de la nature des actionnaires (dirigeants actionnaires, actionnaires financiers et actionnaires institutionnels). Claessens et al. (2002), mettent en évidence une relation entre la séparation de la structure de propriété, le détournement des ressources des entreprises par les actionnaires « *ultimes* » et les mesures de performances financière. Les auteurs trouvent que la présence des actionnaires de contrôle affecte positivement la valeur des firmes. Plus récemment, des chercheurs ont étudié la relation entre la structure de propriété et la richesse des actionnaires. Guedhami (2005) teste l'effet de la part détenue par les actionnaires majoritaires (pourcentage détenu par les trois premiers actionnaires) sur la performance des firmes (ROE, ROA et ROS²⁶) pour la période 1980-2001. L'auteur montre un effet positif de la concentration du capital sur la performance des firmes. Ellili (2009) énonce l'hypothèse d'une relation positive entre la structure de propriété et la richesse des actionnaires. Toutefois, l'auteur ne parvient pas à valider cette hypothèse empiriquement. Sur la base d'un échantillon de firmes américaines durant la période 2001-2004, l'auteur trouve une relation négative entre la concentration de la structure de propriété et la richesse des actionnaires.

En se référant au processus de répartition de la valeur ajoutée, Poulain-Rehm (2007) mesure la richesse des actionnaires par la part des dividendes dans la valeur ajoutée. En étudiant l'impact de la concentration de propriété sur la distribution de dividende afin de limiter le problème de surinvestissement, Pindado et De la Torre (2005) trouvent une relation positive entre la présence des détenteurs de blocs de contrôle et la distribution de dividendes dans les firmes britanniques et espagnoles durant la période 1990-1999. Dans ce cadre, Chen et al. (2005) confirment une relation positive entre la concentration de la structure d'actionnariat et la distribution de dividendes représentant un substitut du risque financier. En effet, à partir d'un certain niveau de concentration de propriété, les actionnaires minoritaires préfèrent une rémunération par dividende afin de réduire le risque d'expropriation. Plus récemment, Nekhili et al. (2009), sur la base d'un échantillon composé de 120 entreprises non financières cotées sur la bourse de Paris, montrent que la présence des blocs de contrôle influence positivement et d'une manière significative la distribution de dividende.

²⁶ La rentabilité des capitaux propres, la rentabilité des actifs et la rentabilité des ventes.

Par ailleurs, d'autres résultats empiriques (Demsetz et Villalonga, 2001 ; Graham et al., 2002 ; Shekhar et Torbey, 2005) ne corroborent pas les études précédentes et ne trouvent aucune influence de la structure de propriété sur la richesse des actionnaires et la performance de la firme. Selon ces auteurs, la performance des firmes dépend des caractéristiques de son environnement, de son marché et ses propres spécificités et des conditions d'exploitation. De même, la structure d'actionnariat de chaque firme est fonction de ses objectifs et ses stratégies.

H 3 : La concentration de la structure de propriété favorise l'accroissement de la richesse des actionnaires.

Section 3 : Système juridique, protection des actionnaires minoritaires et performance des firmes

3.1. Comparaison des systèmes juridiques : Common Law versus Civil Law

Plusieurs travaux expliquent les disparités dans les systèmes financiers par le système juridique. Cette thèse de « *Law and Finance* », défendue par La Porta, Lopez De Silanes, Shleifer et Vishny (1997,1998 et 1999), étudie l'effet des règles de droit sur la finance. Les auteurs montrent que l'origine du système juridique influence le niveau de protection des actionnaires minoritaires.

Les règles de droit proviennent de deux traditions juridiques : le « *droit commun* » et le « *droit civil* » (Watson, 1974). En effet, la tradition juridique civile est composée de la famille française, germanique et scandinave. Inversement, la tradition juridique du common law est issue de la loi anglaise. Une comparaison entre les deux traditions montre que les pays de droit civil sont des pays de droit écrit ou le « *droit des codes* » (Mercadal, 2001), qualifiés d'un niveau faible de jurisprudence et les juges n'ont pas le droit de créer le droit. Dans ces pays romano germanique, par exemple, le rôle des juges se limite à l'interprétation des textes d'où la difficulté de résoudre les conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et minoritaires.

Inversement, la common law est un droit non écrit, de sources jurisprudentielles et législatives. Dans ces pays, le raisonnement est inductif et le juge doit comparer la situation à d'autres similaires en se basant sur une méthode empirique. Inversement à la civil law, où le

raisonnement est déductif, le juge apparaît comme un créateur de droit (Deffains et Guigou, 2002). Par conséquent, les règles juridiques protègent les intérêts des actionnaires minoritaires et limitent le degré d'intervention de l'Etat.

3.2. Droits des investisseurs

Shleifer et Vishny (1997) indiquent que « *L'essentiel des différences entre les systèmes de gouvernance autour du monde résulte des écarts dans la nature des obligations légales des dirigeants vis-à-vis des investisseurs ainsi que des différences dans la façon dont les tribunaux font appliquer et interprètent ces obligations* ».

Dans l'objectif de valider la thèse juridique, La Porta et al. (1998) étudient l'origine des règles de droit offrant une protection aux actionnaires minoritaires et les créanciers ainsi que la qualité d'application de la loi dans 49 pays développés et en voie de développement. Les auteurs ont classé les pays en quatre groupes, selon leurs systèmes juridiques de référence : le système de Common Law et les systèmes de droit civil français, allemand ou scandinave. Par la suite, ils ont attribué aux pays la valeur « 1 » lorsque la tradition juridique est efficace, « 2 » lorsqu'elle est moyenne et « 3 » lorsqu'elle est faible. Les disparités entre les pays sont représentées dans le tableau suivant :

Tableau 3 : Les classements qualitatifs des traditions juridiques

	Protection légale	Application juridique
Tradition britannique	1	2
Tradition française	3	3
Tradition germano-scandinave	2	1

Source : Caby (2004)

3.2.1. Indice de protection des actionnaires minoritaires

Selon la conception traditionnelle, Modigliani et Miller définissent les actifs financiers en fonction des revenus qu'ils procurent à leurs détenteurs. Inversement, plusieurs études (Hart, 1995 ; La porta et al., 1997,1998) les définissent en fonction des droits accordés aux actionnaires permettant de limiter l'expropriation des dirigeants et exercer un contrôle sur les décisions managériales.

Selon la thèse juridique, La Porta et al. (1999) montrent que les pays de droit commun accordent certains droits aux actionnaires tels que le droit de vote et le droit aux dividendes. Les auteurs mesurent le degré de protection des actionnaires minoritaires à l'aide d'un indicateur synthétique « *l'antidirector rights* ». Cet indicateur présente une valeur comprise entre 0 et 6 et s'obtient en ajoutant 1 dans les cas suivants :

3.2.1.1. Vote par correspondance autorisé

Dans certains pays, la loi accorde le droit de voter par correspondance et par conséquent, les actionnaires peuvent ne pas assister à l'assemblée générale des sociétés et envoyer leurs procurations à l'entreprise.

3.2.1.2. Dépôt des titres avant le vote à une assemblée générale n'est pas obligatoire

A partir de ce droit, les actionnaires auront la possibilité d'échanger les actions lors de l'assemblée générale.

3.2.1.3. Vote cumulatif ou représentation proportionnelle des minoritaires au conseil d'administration est permis

Un actionnaire a le droit d'être représenté par un autre actionnaire ou par son conjoint au conseil d'administration. Aux Etats-Unis, le vote cumulatif est destiné à élire plusieurs candidats dans le conseil d'administration.

3.2.1.4. Existence d'un mécanisme de protection des actionnaires contre les dirigeants ou les membres du conseil d'administration

Un actionnaire mécontent peut contester les décisions managériales ou de l'assemblée générale devant les tribunaux. Dans les pays de commun law, offrant une meilleure protection aux actionnaires, ces derniers peuvent porter plainte contre les dirigeants ou les membres du conseil.

3.2.1.5. Droit préférentiel de souscription

Les actionnaires disposent du droit de souscrire de nouvelles actions lors d'une augmentation de capital et de conserver le pourcentage du capital détenu. Ce droit préférentiel de souscription protège l'actionnaire contre une dilution du capital.

3.2.1.6. Pourcentage d'actions requises pour qu'une assemblée générale extraordinaire soit convoquée

La convocation d'une assemblée générale à titre extraordinaire dépend du pourcentage des actions requises. En effet, il varie de 1% dans certains Etats américains à 33% au Mexique.

3.2.2 Comparaison internationale des droits des actionnaires minoritaires

Une comparaison internationale des différents droits accordés aux actionnaires montre des disparités selon les traditions juridiques.

Tableau 4 : Les droits des actionnaires selon le système juridique

	Pays de droit commun (18)	Pays de droit civil français (21)	Pays de droit civil allemand (6)	Pays de droit civil scandinave (6)	Tous les pays
Indice "anti-director"	4	2.33	2.33	3	3
Vote par correspondance	39%	5%	0	25%	18
Non blocage des actions avant l'assemblée générale	100%	57%	17%	100%	71%
Vote cumulatif ou représentation proportionnelle	28%	29%	33%	0	27%
Mécanisme de non-oppression des minoritaires	94%	29%	50%	0	53%
Droits préférentiels de souscription	44%	62%	33%	75%	53%
% des actions pour demander une AG < 10 %	9%	15%	5%	10%	11%

Source : La Porta R. et Lopez -De Silanes F., (1998)

La Porta et Lopez (1998) montrent que les pays de droit commun offrent une meilleure protection légale aux actionnaires avec un indicateur « *anti-director right* » le plus élevé (4.00). Inversement, les pays de droit civil français offrent une faible protection aux actionnaires avec un indice « *anti-director right* » de (2.33). Les pays de droit scandinave se situant dans une classe intermédiaire (3.00).

3.2.3. Qualité d'application de la loi

Les travaux de La Porta et Lopez (1998) ont montré des différences entre les traditions juridiques en fonction de la qualité d'application de la loi (Rule of law) mesurée par

l'efficacité du système juridique vis à vis des sociétés « étrangères »²⁷, le rule of law qui permet d'évaluer la loi et la coutume d'un pays²⁸ et la corruption²⁹. Les auteurs mesurent la qualité d'application de la loi à l'aide d'un indicateur qui varie entre 0 et 10.

Tableau 5 : Degré d'application de la loi

	Pays de droit commun (18)	Pays de droit français (21)	Pays de droit allemand (6)	Pays de droit scandinave (6)	Tous les pays
Efficacité du système juridique (0-10)	8.15	6.56	8.54	10	7.67
Rule of law (0-10)	6.46	6.05	8.68	10	6.85
Corruption (0-10)	7.06	5.84	8.04	10	6.9

Source : La Porta R. et Lopez –De Silanes F., (1998)

A partir de ce tableau, La Porta et al. (1998) montrent que les pays de common law offrent une meilleure protection aux actionnaires et aux créanciers alors qu'ils présentent un indice d'application de loi le plus faible. Inversement, les pays scandinaves présentent une meilleure application de la loi et occupent la classe intermédiaire dans la protection des investisseurs. De ce fait, les auteurs concluent une substituabilité entre la qualité d'application de la loi et le contenu des règles juridiques.

Tableau 6 : Protection des investisseurs

	Protection des actionnaires	Protection des créanciers	Rule of law
Moy.des pays de common law	4.00	3.11	6.46
Moy.des pays de droit français	2.33	1.58	6.05
Moy.des pays de droit allemand	2.33	2.33	8.68
Moy.des pays de droits scandinaves	3.00	2.00	10.00

Source : extrait des données des tableaux 2,4 et 5 de La Porta et al. (1998)

²⁷ Cette mesure a une valeur allant de 0 à 10. Une faible valeur de cet indicateur montre que la loi ne protège pas les investisseurs.

²⁸ Elle varie entre 0 et 10.

²⁹ Jacquillat (2001) définit la corruption comme étant « la propension des élites gouvernementales à demander des versements particuliers d'argent d'une part et d'autre part l'ensemble des paiements illégaux généralement exigés à des niveaux administratifs inférieurs sous forme de commissions à propos de licences d'importation ou d'exportation, de contrôle des changes, de fiscalité » .

3.3. Prolongement des travaux de La Porta et al.

Différentes critiques ont été adressées aux travaux de La porta et al. (1998) sur les contenus de règles de droit. En effet, le niveau de protection accordé aux actionnaires ne peut pas être expliqué seulement par six indicateurs³⁰. Deux autres droits ont été accordés aux actionnaires minoritaires et qui s'ajoutent aux « *Antidirector Rights* » : une action, un droit de vote et le droit de percevoir des dividendes. Dans le cadre des critiques adressées aux travaux de La Porta et al. (1998), Glaeser et al. (2002) ont ajouté des indicateurs expliquant la protection des actionnaires. Ces droits comportent :

- 1) une action un droit de vote et pas de limites de votes par actionnaire.
Les actions à droit de vote multiple permettent à leurs détenteurs de profiter de droit aux cash-flows. Ainsi en France, il existe des actions à droit de vote double.
- 2) le conseil de surveillance et le directoire sont élus par l'assemblée générale des actionnaires.
- 3) les actionnaires détenant au moins 1/5 des actions peuvent demander la création d'un comité de comptes supplémentaires.
- 4) les actionnaires possédant 10% des actions de l'entreprise ont le droit de vérifier le registre de présence au cours des assemblées générales.
- 5) une majorité de 2/3 de l'assemblée générale est exigée dans le cas de transactions concernant plus de 1/5 du capital-actions de l'entreprise durant 2 ans.
- 6) une majorité de 2/3 de l'assemblée générale est exigée afin de changer certains objectifs de l'entreprise.
- 7) la durée des mandats de l'équipe dirigeante est de 4 ans (au lieu de 6 ans).
- 8) la détention des actions au porteur est autorisée.
- 9) la possibilité d'acquérir des actions privilégiées (même sans droit de vote).
- 10) l'existence d'un quorum de votes exigeant la présence des actionnaires.

De même, Pistor (2000) a utilisé des indicateurs d'ordre juridique et représentant une continuité des travaux de La porta et al. (1999) : Voice, Exit, Antimanage, Antiblock et

³⁰ Cet indicateur est compris entre 0 et 6.

1) le vote par correspondance est autorisé.

2) le dépôt des titres avant le vote à une assemblée générale n'est pas obligatoire.

3) le vote cumulatif ou la représentation proportionnelle des minoritaires au conseil d'administration est permis.

4) l'existence d'un mécanisme de protection des actionnaires contre les dirigeants ou les membres du conseil d'administration.

5) le droit préférentiel de souscription.

6) le pourcentage d'actions requises pour qu'une assemblée générale extraordinaire soit convoquée est de 10 %.

Smintegr. L'indice Voice³¹ est composé de tous les droits des actionnaires utilisés par La Porta et al. (1998) ainsi que des droits permettant de contrôler les dirigeants. L'indice Exit³² est composé des droits accordés aux actionnaires leurs permettant de quitter la firme.

De même, Pistor (2000) rajoute deux indicateurs permettant de réduire les conflits d'intérêts dans les entreprises. Le premier indice Antimanage³³ assure une protection aux actionnaires minoritaires contre les expropriations des dirigeants. Inversement, l'indice Antiblock³⁴ est composé des droits protégeant les actionnaires contre les expropriations des majoritaires.

³¹ Les droits Voice regroupent :

- 1) Le droit des actionnaires d'exiger une assemblée extraordinaire.
- 2) Les membres du pouvoir exécutif (y compris le directeur général) sont nommés ou écartés par le conseil de surveillance et non pas par l'assemblée générale.
- 3) Les membres du directoire et du conseil de surveillance peuvent être licenciés sans cause précise.
- 4) 50% des actions donnant droit aux votes doivent être représentés afin de permettre à l'assemblée générale de prendre des décisions.
- 5) Le droit de demander une commission d'audit auprès des actionnaires minoritaires ne détenant pas plus que 10% des actions.
- 6) Les décisions fondamentales tel que le changement des chartes des entreprises portant sur la liquidation des entreprises ou la vente d'importants actifs nécessite la présence des majorités détenant au moins 3/4 des actifs des entreprises et les membres du conseil de surveillance sont élus par les actionnaires.

³² Le droit Exit est composé de :

- 1) le droit de céder des actions concernant les opérations d'endossement des actions et de leurs enregistrements,
- 2) la possibilité pour les minoritaires de mettre une option de vente de leurs actions
- 3) l'existence d'un seuil de capital nécessaire à une OPA leurs permettant de vendre leurs actions

³³ Les droits Antimanage regroupent :

- 1) la possibilité pour les actionnaires d'engager des poursuites judiciaires contre les décisions prises par le pouvoir exécutif au sein de l'entreprise.
- 2) La possibilité pour les minoritaires de convoquer une assemblée générale extraordinaire.
- 3) Les exécutives comprenant les directeurs généraux sont embauchés et licenciés par le conseil de surveillance et non pas par l'assemblée générale.
- 4) Les membres du directoire et ceux du conseil de surveillance peuvent être licenciés sans cause précise.
- 5) La possibilité pour les minoritaires, détenant au moins 10% des actions, de convoquer une commission d'audit.
- 6) L'existence de dispositifs juridiques assurant la transparence et résolvant les problèmes d'abstentionnisme.

³⁴ Les droits Antiblock

- 1) le vote cumulatif pour élire les membres du conseil de surveillance.
- 2) L'existence d'autres règles assurant une représentation proportionnelle du conseil.
- 3) La possibilité d'engager des poursuites judiciaires contre les décisions prises par le pouvoir exécutif au sein de l'entreprise.
- 4) Le droit de préemption.
- 5) L'obligation d'avoir au moins 50% des actions donnant droit au vote à l'assemblée générale des actionnaires afin de pouvoir prendre les décisions importantes.
- 6) La possibilité pour les minoritaires de mettre une option de vente de leurs actions.
- 7) L'existence d'un seuil de capital nécessaire à une OPA.
- 8) L'obligation de transparence concernant le « déclenchement » d'une acquisition d'un bloc important d'actions.

Section 4 : Système juridique, marchés financiers et richesse des actionnaires

Les travaux de La porta et al. (1997, 1998, 1999 et 2000) étudient la relation entre le droit, l'économie et la finance. Ces auteurs ont montré que l'origine du système juridique (anglo-saxon, français, allemand ou scandinave), le contenu des règles de droit et leurs conditions d'application influencent le degré de protection accordé aux investisseurs, la richesse des actionnaires et le développement des marchés financiers.

La porta et al. (1997) expliquent les disparités dans le développement des marchés de capitaux ainsi que la structure d'actionnariat des firmes par les différences dans les systèmes juridiques. Ces auteurs montrent que les pays du droit commun sont qualifiés par des marchés financiers développés et une structure d'actionnariat dispersée inversement aux pays de droit civil. En effet, le droit commun offre une meilleure protection aux actionnaires inversement au droit civil (Shleifer et Vishny, 1997).

4.1. Protection des investisseurs, marchés de capitaux et richesse des actionnaires

La Porta et al. (1999) montrent que la protection des investisseurs influence les disparités dans la structure financière des firmes entre pays. Dans leur étude, les auteurs rejettent la thèse de Posner portant sur la neutralité entre les règles juridiques et la structure financière. Selon la thèse juridique, les pays de commun law sont qualifiés par des marchés développés inversement aux pays de droit civil. Dans ces pays, les actionnaires ont plus de confiance que leurs investissements ne seront pas expropriés ce qui contribue au développement des marchés de capitaux. Du côté des créanciers, le droit commun assure une protection contre un risque de non remboursement des dettes.

Dans l'objectif d'étudier la relation entre les traditions juridiques en termes de protection des investisseurs et le financement des firmes dans 49 pays, La Porta et al. (1997) ont utilisé trois mesures : la capitalisation boursière / PNB, le nombre des sociétés cotées et les offres publiques.

Tableau 7 : Importance du financement par le marché

Pays	Capitalisation boursière/PNB	Nbre des firmes domestiques/POP	Dettes / PNB	Offres publiques initiales /population
Moy.des pays de Common law	0.6	35.45	0.68	2.23
Moy.des pays de droit français	0.21	10.00	0.45	0.19
Moy.des pays de droit allemand	0.46	16.79	0.97	0.12
Moy.des pays de droit scandinave	0.30	27.26	0.57	2.14
Moyenne totale	0.40	21.59	0.59	1.02

Source : Extrait des données du tableau 2 de La Porta et al. (1997)

Les résultats montrent l'effet de l'environnement légal sur la structure financière des firmes dans le monde. En effet, les pays du droit commun présentent la capitalisation boursière la plus élevée inversement aux pays de droit civil français. Les pays de droit civil allemand et scandinave sont classés dans une situation intermédiaire. Portant sur l'effet du système juridique sur le recours à l'endettement, les auteurs ne concluent pas d'effet significatif.

Dans une continuité des travaux de La Porta et al. (1999), Pistor (2000) a étudié la relation entre le système juridique qui assure une protection aux actionnaires et le développement des marchés financiers des pays émergents. Il utilise un indice (SMINTEGR) composé des règles de concurrence des initiés, d'autofinancement et d'indépendance des agences dans l'objectif d'exercer un contrôle sur les marchés financiers et protéger le niveau de liquidité.

Dans un contexte de création de valeur globale pour une firme, plusieurs travaux s'intéressent à la notion de répartition de richesse entre les différentes parties prenantes. La richesse allouée aux actionnaires est mesurée par la part des dividendes dans la valeur ajoutée (Poulain Rehm, 2007). En étudiant la relation entre le contenu des règles juridiques des différentes traditions et la richesse des actionnaires, La Porta et al. (2000), sur la base d'un échantillon de 4000 entreprises appartenant à 33 pays, montrent une relation entre la protection des actionnaires et la distribution des dividendes. En effet, les firmes des pays offrant une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende. Dans ces pays, selon l'« *outcome model* », les actionnaires protégés obligent les entreprises à distribuer des dividendes. Inversement, selon le « *substitute model* », les actionnaires peuvent

accepter que les entreprises retiennent une partie des bénéfices afin de financer des projets d'investissements rentables.

H4 : L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires minoritaires affecte positivement la richesse des actionnaires.

4.2. Protection des investisseurs et structure d'actionnariat des entreprises

Les pays de droit commun sont caractérisés par une structure d'actionnariat dispersée inversement à ceux du droit civil caractérisés par la présence des détenteurs des blocs de contrôle. La Porta et al. (1999) expliquent les disparités entre pays au niveau de la structure de propriété par la thèse juridique en utilisant un échantillon de 27 pays en 1995. Les auteurs classent les pays selon le degré de protection des actionnaires minoritaires selon l'indicateur « *antidirector right* » et les entreprises selon les types de contrôle (actionnariat dispersé, familial, Etat, institutions financières, institutions non financières et divers) et la taille (grande et moyenne).

En étudiant l'impact du système juridique sur la structure de propriété des firmes (mesurée par la part du capital détenue par les trois plus grands actionnaires des 10 plus grandes entreprises cotées), La Porta et al. (1998) concluent que les pays de droit commun offrant une meilleure protection aux actionnaires minoritaires présentent une structure de propriété dispersée. Inversement, dans les pays de droit civil où les actionnaires sont moins défendus la structure d'actionnariat est concentrée. Dans ces pays, les actionnaires préfèrent détenir des parts significatifs de capital ou recourir aux crédits bancaires pour financer leurs investissements afin de substituer le système juridique inefficace (Shleifer et Vishny, 1997).

Plusieurs critiques sont adressées aux travaux de La Porta et al. (1997, 1998, 1999) portant sur l'insuffisance du système juridique en termes de protection des actionnaires dans l'explication du développement des marchés financiers et la structure de propriété. En traitant l'exemple des Etats-Unis, Roe (1994) explique la dispersion de l'actionnariat par les contraintes réglementaires imposées aux intermédiaires financiers.

4.3. Endettement et richesse des actionnaires

Selon la théorie d'agence, le conflit dirigeants-actionnaires provient essentiellement de l'asymétrie informationnelle et du free cash flow représentant une piste d'expropriation

des actionnaires. Dans l'objectif de protéger les actionnaires, plusieurs mécanismes ont été étudiés tels que les règles juridiques et réglementaires et l'endettement. Les théories des droits de propriété, de l'agence et des coûts de transaction se sont intéressées à l'endettement utilisé comme un facteur disciplinaire permettant de limiter les conflits d'intérêts entre les actionnaires externes et les dirigeants. De ce fait, la dette permet de réduire le niveau de free cash flow, protéger les actionnaires et limiter le problème de sous investissement des dirigeants (Denis, 1993). Inversement, selon la théorie d'enracinement, les dirigeants utilisent la dette afin de s'échapper du contrôle et pratiquer une politique d'enracinement (Alexandre et Paquerot, 2000).

L'endettement participe à l'augmentation de la richesse des actionnaires qui est corrélée avec la réduction des dépenses en capital et la réduction du total des actifs si les firmes sont caractérisées par les problèmes d'agence qui conduisent les dirigeants à investir dans des projets à valeur actuelle nette négative. Inversement, plusieurs travaux montrent une relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et l'endettement. En effet, la richesse créée par l'entreprise est partagée entre les différentes parties prenantes. La part de richesse allouée aux actionnaires provenant du free cash flow est composée par une partie distribuée sous forme de dividendes et une partie retenue par l'entreprise afin d'être réinvestie. En effet, la partie réservée par l'entreprise contribue à une augmentation de l'investissement et une diminution de la dette. Ce désendettement correspond à une augmentation de la richesse des actionnaires d'où la relation de substituabilité entre la valeur créée pour l'actionnaire et la dette.

La relation de sens inverse entre la richesse des actionnaires et le niveau d'endettement est expliquée en se basant sur la procédure de partage de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les créanciers. En effet, une augmentation de la richesse des actionnaires provient de deux sources : une stabilité de la structure financière et une augmentation de la valeur des actifs et par conséquent, la richesse des actionnaires provient d'une augmentation de la valeur de l'entreprise. Dans le deuxième cas, elle augmente suite à une stabilité de la valeur de l'entreprise et la croissance du taux de partage de la valeur ajoutée au profit des actionnaires et au détriment des créanciers.

L'étude de Faccio et al. (2001), dans le contexte asiatique, montre que la dette représente un moyen d'expropriation des minoritaires par les actionnaires de contrôle préférant le financement par dette au détriment de l'émission d'action afin d'éviter la dilution

de capital et de s'échapper du contrôle. Filatotchev et al. (2001) montrent que les actionnaires majoritaires reçoivent une prime de contrôle au détriment des minoritaires et la banque peut entrer en collusion avec les actionnaires majoritaires afin d'exproprier les minoritaires et décider de distribuer les bénéfices réalisés ou de les réinvestir (Baums, 1993).

H 5 : Un niveau d'endettement élevé affecte négativement la richesse des actionnaires.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons présenté les travaux de La Porta et al. (1998, 1999 et 2000) se basant sur la thèse « *Law and Finance* ». Les auteurs indiquent que « *L'essentiel des différences entre les systèmes de gouvernance autour du monde résulte des écarts dans la nature des obligations légales des dirigeants vis-à-vis des investisseurs ainsi que des différences dans la façon dont les tribunaux font appliquer et interprètent ces obligations* ».

La thèse juridique de La Porta et al. montre que les pays de common law sont caractérisés par des systèmes de gouvernance d'entreprise efficaces, des marchés financiers développés et une structure d'actionariat concentrée puisqu'ils offrent une meilleure protection aux actionnaires. Les auteurs ont étudié la relation entre la distribution de dividende et le degré de protection des actionnaires minoritaires dans 33 pays. Ils concluent que la politique de distribution de dividende diffère entre les pays ayant des traditions juridiques différentes. En effet, les firmes des pays de common law distribuent plus de dividendes que celles de droit civil.

De même, nous avons présenté l'impact des mécanismes de gouvernance interne sur le niveau de protection des actionnaires et par conséquent, sur leur richesse. Nous avons montré l'impact du conseil d'administration (taille, nombre de réunions), la présence des administrateurs externes ainsi que la structure de propriété des firmes sur la protection des actionnaires minoritaires et leur richesse.

Le niveau de protection accordé aux actionnaires explique les disparités en termes de développement des marchés financiers ainsi que la structure de propriété des firmes. Certaines critiques ont été adressées à ces travaux. En prenant l'exemple de la Suède qui offre une protection aux actionnaires alors que la structure de propriété reste concentrée. Ce pays, protégeant les actionnaires, est caractérisé par un marché financier non développé et une structure de propriété concentrée. En effet, la présence d'autres variables tels que les droits accordés aux salariés affaiblissent le rôle du niveau de protection des actionnaires. C'est dans ce cadre, que s'intègre la problématique du chapitre suivant où nous nous intéressons aux différents droits accordés aux salariés ainsi que leurs impacts sur la performance des firmes d'une part et sur la répartition de la valeur ajoutée d'autre part.

Dans le chapitre suivant, nous présentons plusieurs variables qui mettent en cause l'insuffisance du système juridique en termes de protection des actionnaires dans l'explication des disparités dans les pays en termes de protection des investisseurs tels que les différents droits accordés aux salariés. De ce fait, nous nous intéressons à une vision pluraliste de la firme où l'ensemble des stakeholders est pris en considération dans le but est la maximisation de la valeur partenariale et non seulement celle des actionnaires. Plusieurs auteurs proposent le passage d'une gouvernance actionnariale à une gouvernance partenariale afin d'assurer un équilibre entre le capital humain et le capital financier. C'est dans ce cadre que nous essayons d'illustrer les différents travaux traitant la relation entre les différents droits accordés aux salariés et la performance des firmes d'une part et la répartition de la valeur ajoutée d'autre part.

**CHAPITRE 2 : PROTECTION DES SALARIES ET
PERFORMANCE DES FIRMES : ETUDE DANS UN
CONTEXTE INTERNATIONAL**

Introduction

La théorie traditionnelle de la gouvernance d'entreprise accorde une place primordiale aux intérêts des actionnaires dans le processus de prise de décision en alignant leur intérêt avec celui des dirigeants afin de maximiser la valeur actionnariale. Suite aux critiques adressées aux règles de gouvernement d'entreprise de point de vue des actionnaires, sans inclure les parties prenantes, a émergé une nouvelle conception de gouvernance celle de la gouvernance partenariale où les intérêts des salariés sont défendus. Par conséquent, la valeur partenariale est expliquée par une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les « *stakeholders* » (Charreaux et Desbrières, 1998).

Depuis quelques années, plusieurs travaux ont étudié le lien entre la gestion des ressources humaines (GRH) et les performances de l'entreprise en privilégiant quatre domaines : les politiques d'emplois à travers les procédures de licenciements, les politiques de rémunération en étudiant la participation financière ou l'actionnariat des salariés³⁵, les politiques de valorisation des compétences à travers les dépenses en formation professionnelle et les relations sociales marquées par la présence des syndicats (Allouche et al., 2004). De ce fait, plusieurs droits ont été accordés aux salariés afin de les protéger contre tout type d'expropriation (Desbrières, 2002).

Dans ce chapitre, nous tentons de répondre à certaines interrogations : Quels sont les droits accordés aux salariés ? Est ce que ces droits contribuent à la création de valeur partenariale ? Est-ce que l'expropriation des salariés se fait au profit des actionnaires suite à un transfert de richesse ?

En se basant sur la notion pluraliste de la firme, et dans le but de présenter les différents droits accordés aux salariés ainsi que leurs impacts sur la performance des firmes, nous organisons notre travail autour de trois sections principales :

La première section est consacrée, au premier lieu, à la présentation de la démocratie sociale³⁶, permettant une protection des salariés, dans un contexte international et dans un

³⁵ La participation des salariés au capital permet à ces derniers de s'attacher au sort des actionnaires et limiter les licenciements (Hill et Jones, 1992).

³⁶ Ce sont les nations où l'Etat joue un rôle important dans l'économie, en privilégiant la redistribution et en favorisant le personnel en place aux dépens des détenteurs du capital en cas de conflits (Roe, 2000 et 2001).

deuxième lieu à la définition des parties prenantes et la présentation du rapport de l'OCDE portant sur la protection des salariés.

La deuxième section s'intéresse aux différents droits accordés aux salariés suite à leurs participations à la gestion de la firme ainsi que les différentes réglementations internationales protégeant les droits des salariés à travers leurs représentations au conseil d'administration ou de surveillance, leurs représentations syndicales ainsi que leurs incidences sur la performance des firmes (économique, financière et boursière).

La troisième section s'intéresse, au premier lieu, à la participation financière des salariés sous la forme d'actionnariat des salariés où les salariés disposent d'un statut d'apporteur de capitaux financiers et humains et son impact sur la création de valeur et la performance des firmes. En deuxième lieu, nous étudions le droit des salariés à la formation professionnelle ainsi que son effet sur la performance des firmes.

Section 1 : Démocratie sociale : shareholders *versus* stakeholders

Les études de La Porta et al. (2000) montrent que le droit commun offre une meilleure protection aux investisseurs et par conséquent, les marchés de capitaux sont développés et la structure d'actionnariat est dispersée. Inversement, lorsque les investisseurs sont moins bien protégés, les firmes ont recours à la concentration de la structure de propriété afin de compenser un système juridique inefficace (Shleifer et Vishny, 1997).

Inversement aux travaux de La Porta et al. (1999), les études de Roe (2000) expliquent les disparités dans la structure de propriété entre pays par des facteurs politiques ayant un contenu social. L'auteur montre que les sociales démocraties (« *les nations où l'Etat joue un rôle important dans l'économie, en privilégiant la redistribution et en favorisant le personnel en place aux dépens des détenteurs du capital en cas de conflits* ») offrent une protection aux salariés et limitent les licenciements.

1.1. Sociale démocratie et protection des salariés : Comparaison internationale

Les sociales démocraties sont caractérisées par des divergences d'intérêts entre les actionnaires cherchant la maximisation de la valeur actionnariale et ceux des dirigeants préférant le développement de la firme. Ces conflits d'intérêts provoqueront des coûts d'agence supportés par les actionnaires qui seront obligés à chercher une autre forme organisationnelle telle que la concentration de la structure de propriété.

A fin de valider la thèse politique, Roe (2000) procède à une étude qualitative portant sur plusieurs pays tels que la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, la Suède, la Grande Bretagne et les Etats-Unis. En France, la présence de la sociale démocratie est marquée par la présence des actionnaires salariés³⁷ (la part de capital détenue par les salariés) permettant de protéger les employés et limiter les licenciements. Inversement, aux pays anglosaxons, ce système de participation financière est promu afin de motiver les salariés.

L'Allemagne est caractérisée par la présence de la sociale démocratie à travers le principe de cogestion où les salariés occupent la moitié des postes dans les conseils de

³⁷ En France, les salariés détiennent 8% du capital des sociétés privatisées.

surveillance³⁸. Dans ce pays, l'Etat contrôle les décisions des dirigeants portant sur les licenciements économiques et intervient afin de protéger les salariés. Les firmes allemandes choisissent la concentration de capital afin de réduire les coûts d'agence supportés par les actionnaires (Roe, 1999).

Au Suède, les actionnaires minoritaires sont protégés contre l'expropriation des dirigeants mais la structure d'actionnariat reste concentrée ce qui contredit la thèse de La Porta et al. (1999) expliquant la structure d'actionnariat par le système juridique. La concentration de la structure de propriété est expliquée par la protection accordée aux salariés due à la présence de la sociale démocratie.

Inversement, le Japon ne présente pas une sociale démocratie traditionnelle et la relation de causalité entre la protection des salariés et la structure de propriété n'est pas vérifiée. De même, aux Etats-Unis, la thèse de la sociale démocratie n'est pas validée à cause du niveau de protection accordé aux actionnaires au détriment des salariés et par conséquent, la structure d'actionnariat est dispersée.

En testant la relation entre la présence des sociales démocraties et la structure de propriété, en se basant sur des données politiques³⁹, Roe (2001) établit un tableau indiquant l'orientation politique des nations sur la base de l'opposition droite/gauche et un autre tableau présentant la structure de propriété des firmes⁴⁰. L'auteur conclut que les pays ayant l'indice le plus élevé sont caractérisés par une structure d'actionnariat dispersé.

1.2. Parties prenantes et rapports OCDE sur la protection des salariés

1.2.1. Théorie des parties prenantes (SHT)

Selon la théorie de management, « *Dans une corporation, les parties prenantes sont des individus et des groupements qui contribuent, volontairement ou non, à la capacité de créer de la valeur et de l'activité et qui en sont ses bénéficiaires potentiels et/ou en assument les risques* ». Freeman (1984)⁴¹ les définit comme « *tout groupe ou individu qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs de la firme* ». Selon Clarkson (1995), les stakeholders sont « *des personnes ou des groupes qui ont, ou réclament, des propriétés, des*

³⁸ Le principe de parité entre les actionnaires et les salariés.

³⁹ Les données politiques sont issues des travaux de Cusack (1997).

⁴⁰ Les données sont issues des travaux de La Porta et al. (1999).

⁴¹ Selon Freeman (2002), les concurrents sont considérés comme une « partie prenante ».

droits, ou des intérêts dans l'organisation ». En effet, les parties prenantes participant à la création de valeur disposent des droits de partage des résultats de l'activité de l'entreprise (Donaldson et al. 1995). Ces parties prenantes expriment des attentes différentes vis-à-vis de l'entreprise :

Tableau 8 : Exemple des attentes des parties prenantes

Partie prenante	Exemples de leurs attentes
Equipe dirigeante	Gouvernance, performance, rémunération, réputation, responsabilité civile (court et moyen terme)...
Actionnaires	Création de valeur, profit, cours de l'action (moyen et long terme)...
Salariés	Rémunération, stabilité d'emploi, condition de travail, hygiène et sécurité au travail...
Créanciers	Remboursement de la dette
Clients	Qualité et coût du produit, délai de livraison, relation de confiance...
Fournisseurs	Prix et quantités achetés...
Investisseurs	Les informations sur la gestion de l'entreprise
Syndicats	Les accords conclus, rémunération et condition de travail...
Etats	Impôts...

Plusieurs concepts définissent les parties prenantes : « *primaires/secondaires*⁴², *internes/externes, apporteurs de capitaux/non apporteurs, celles qui agissent/celles qui subissent les actions, volontaires/involontaires, détenteurs de droits et contractants/parties prenantes morales, fournisseurs de ressources/dépendants des produits de l'entreprise, preneurs de risque/ceux qui influencent*⁴³ » (Mitchell et al., 1997). La majorité des définitions (Annexe 2) identifient les parties prenantes comme l'ensemble des partenaires de l'entreprise ayant des intérêts divergents.

La théorie des parties prenantes (SHT), développée depuis l'ouvrage de Freeman (1984) : *Strategic management : A stakeholder approach*, est liée à la théorie d'agence, la théorie des coûts de transaction et la théorie des droits de propriété afin d'étudier la relation entre les différents partenaires dans une entreprise. Elle représente une théorie d'agence généralisée (Hill et al., 1992) dépassant la relation actionnaires/dirigeants vers la relation dirigeants/parties prenantes. Selon Donaldson et Preston (1995), la SHT se base sur trois

⁴² Selon Clarkson (1995), les parties prenantes sont qualifiées de primaires lorsqu'elles participent au processus de création de valeur pour l'entreprise tels que les actionnaires, les investisseurs, les employés, les clients et les fournisseurs, le gouvernement.

⁴³ Selon Pell-Culpin (1998), ces parties prenantes peuvent être institutionnelles, économiques ou éthiques.

approches : descriptive, instrumentale et normative. Selon l'approche descriptive, l'entreprise est considérée comme « *une constellation d'intérêts coopératifs et compétitifs possédant des valeurs intrinsèques* ». Selon la vision instrumentale, l'objectif est de montrer que les entreprises adoptant la gestion des parties prenantes enregistrent une meilleure performance. Enfin, selon l'approche normative les parties prenantes disposent d'un droit de partage de la valeur ajoutée.

1.2.2. Rapports OCDE et protection des salariés

Les droits des différentes parties prenantes présents dans les rapports OCDE de gouvernement d'entreprises portent sur :

- Les pays de l'OCDE doivent assurer le respect et la protection des droits des différentes parties prenantes définis par des règles juridiques liées au droit de travail, droit commercial, droit des contrats et droit des faillites.
- Les règles juridiques assurent une protection des droits accordés aux parties prenantes afin de limiter leurs expropriations.
- En se basant sur le principe de gouvernement d'entreprise, les parties prenantes disposent du droit de participer à la vie de l'entreprise dans l'objectif de créer de la valeur globale. De même, les règles juridiques portent « *sur la représentation des salariés au conseil d'administration, les plans d'actionnariat des salariés et autres mécanismes de partage des bénéfices ou modes d'organisation du pouvoir dans l'entreprise prenant en compte l'avis des différentes parties prenantes sur certaines décisions importantes*⁴⁴.
- Les parties prenantes disposent du droit d'accéder facilement aux informations afin de participer à la prise de décision.

Section 2 : Participation des salariés dans la vie de l'entreprise

En se référant à la théorie d'agence, il s'ajoute à la relation qui lie les dirigeants aux actionnaires suite à la séparation entre la fonction de propriété (auprès des actionnaires) et de décision (par les dirigeants), une autre relation d'agence entre les dirigeants⁴⁵ et les salariés⁴⁶. Selon Desbrières (2002), des conflits d'intérêts naissent entre les dirigeants et les salariés

⁴⁴ De même, le rapport OCDE sur le gouvernement d'entreprise accorde une importance au rôle des créanciers dans la prise de décision en cas de difficultés financières.

⁴⁵ Supposés agir dans l'intérêt des actionnaires.

⁴⁶ Indépendamment de leurs niveaux hiérarchiques.

suite aux divergences d'intérêts et à l'incomplétude des contrats⁴⁷. Les salariés, supportant un risque non diversifiable lié à l'investissement spécifique⁴⁸, réduisent la richesse des actionnaires par une diminution de l'effort au travail ou une augmentation du taux d'absentéisme.

Afin de réduire ces conflits d'agence qui sont coûteux pour la firme et protéger l'investissement en capital humain, plusieurs mécanismes sont adoptés afin de limiter l'expropriation des salariés par les autres parties prenantes (Poulain-Rehm, 2000). Parmi ces mécanismes, Desbrières (2000) cite le système d'incitation des salariés tels que la participation des salariés à la prise de décision, la participation financière, le système de rémunération, les procédures d'audit, le système de contrôle de gestion, le rôle des syndicats dans l'entreprise, le droit des sociétés et de travail, etc. Selon Parrat (1999), la rémunération du risque non diversifiable se fait par l'actionnariat des salariés considérés comme des créanciers résiduels. Il permet d'encourager les salariés, les protéger contre tout type d'expropriation et assurer la stabilité de l'emploi en limitant les licenciements ou les réductions d'effectifs⁴⁹. L'objectif de l'actionnariat des salariés est de créer un équilibre entre les intérêts des actionnaires et des salariés (Blair, 1997).

La participation des salariés à la vie de l'entreprise prend deux formes principales : la participation à la gestion et la participation financière. Cette dernière est caractérisée par une participation aux résultats ou une participation au capital. La participation aux résultats est composée des plans d'intéressement lorsqu'elle est facultative, et de participation lorsqu'elle est obligatoire⁵⁰. Cependant, la participation au capital représente la part de capital détenue par les salariés (actionnariat salarié⁵¹). La participation des salariés à la décision est «...une voie de dialogue social, de la circulation d'informations et un moyen d'institutionnaliser le conflit industriel ; elle contribue au désir de reconnaissance des individus. » (Martory et Crozet, 1986). La participation « ...est avant tout considérée comme un facteur décisif d'accroissement de la performance de l'entreprise, suivant un postulat qui pourrait être

⁴⁷ Les employés peuvent adopter un comportement opportuniste en augmentant le taux d'absentéisme par exemple.

⁴⁸ Inversement, les actionnaires peuvent réduire le risque financier par une diversification du capital.

⁴⁹ Selon Roe (2001), l'actionnariat des salariés, en France, permet de limiter les licenciements inversement aux pays anglo-saxons où elle est promue afin de motiver les salariés.

⁵⁰ En France, la loi exige que les entreprises employant aux moins 100 salariés distribuent une partie des bénéfices réalisés inversement à l'intéressement qui a caractère facultatif.

⁵¹ Les sommes versées à titre de participation aux bénéfices peuvent être investis en actions.

formulé ainsi : La qualité globale de la prise de décision s'améliore en mobilisant une capacité croissante d'expérience et de capacité créative » (Martory et Crozet, 1986).

2.1. Participation des salariés à la gestion

2.1.1. Participation des salariés à la gestion et performance organisationnelle

Selon la théorie des stakeholders, plusieurs mécanismes ont été mis en place afin de protéger les intérêts des salariés telles que les réglementations en matière de contrats de travail, la représentation légale du personnel par des comités d'entreprise et de l'action syndicale afin de limiter l'expropriation des salariés.

La participation des salariés à la gestion de l'entreprise prend deux formes : une participation directe et une participation indirecte. La participation directe est caractérisée par la contribution individuelle de chaque employé ou des groupes à l'amélioration des conditions de travail. Inversement, la participation indirecte est caractérisée par la représentation des salariés par les syndicats ou les représentants élus par les salariés dans l'entreprise ou dans le conseil d'administration.

Le système de gouvernement d'entreprise accorde une place importante à la participation des salariés au conseil d'administration (Charreaux et Desbrières, 1997). Cette participation permet de protéger les salariés contre l'expropriation des dirigeants, réduire l'asymétrie d'information, la formation des coalitions entre les dirigeants et les administrateurs externes (Smith, 1991) et rend le système de gouvernance efficace (Aoki, 1990).

Plusieurs études ont montré que la participation des salariés aux décisions contribue à une augmentation qualitative et quantitative de la production, un accroissement de l'efficacité des entreprises, une amélioration des conditions d'emploi et de travail et des relations sociales, une limitation des licenciements et la création de valeur globale de l'entreprise. Milani (1975) et Chenhall (1986) ont conclu à une relation positive entre la participation des salariés à la prise des décisions et la performance des firmes dans le cadre d'une gestion participative par objectif conditionnée par la motivation des salariés, l'analyse efficace des objectifs et l'adoption des plans de formation professionnelle (Gervais, 1989). La participation des salariés aux instances décisionnelles se fait au détriment des actionnaires et au profit des concurrents en augmentant le pouvoir de négociation des salariés (Aoki, 1984).

2.1.2. Participation des salariés à la gestion et répartition de la valeur ajoutée

Les sociales démocraties accordent une importance majeure aux salariés dans le processus décisionnel ce qui diminue la richesse des actionnaires (supportant des coûts d'agence suite aux conflits avec les salariés). Dans les sociales démocraties, « *l'Etat intervient afin de protéger les intérêts des salariés au détriment des apporteurs du capital financier* ». Suite aux conflits d'intérêts entre les deux parties prenantes, les actionnaires supportant des coûts d'agence, choisissent la concentration de l'actionnariat afin de réduire le contrôle des salariés et diminuer leurs parts dans la valeur ajoutée (Roe, 2001).

Les pays offrant une meilleure protection aux salariés au détriment des actionnaires sont caractérisés par une structure d'actionnariat concentrée et des marchés financiers peu développés. Dans ce contexte, en se référant à l'exemple d'une firme allemande de type familiale qui souhaite s'introduire en bourse, Roe (2001) étudie l'effet de la participation des salariés à la gestion sur la répartition de la valeur ajoutée et la structure de propriété. Les réunions du conseil de surveillance sont formelles et moins fréquentes et les documents comptables ne sont pas de bonnes qualités. Le degré de contrôle est faible car les actionnaires familiaux présents dans le conseil sont aussi les dirigeants de la firme.

La firme s'introduit en bourse, augmente le nombre des administrateurs et des réunions ainsi que les comités de rémunération afin d'améliorer l'efficacité du conseil et contribuer à la création de valeur. Suite à l'introduction en bourse, les salariés exercent un contrôle sur les dirigeants lors des participations aux décisions institutionnelles. Des conflits d'intérêts naissent entre les actionnaires et les salariés suite aux réclamations des salariés d'une partie de la valeur globale créée. Par conséquent, la participation des salariés à la gestion diminue la richesse des actionnaires ce qui les incite à choisir une autre forme organisationnelle que la dispersion de la structure d'actionnariat.

2.1.3. Représentation des salariés en France

En France, la participation des salariés à la gestion des entreprises privées est régie par la loi du 25 juillet 1994 issue de l'ordonnance L6-1135 du 21 octobre 1986. Inversement aux entreprises publiques, la participation est facultative et concerne les représentants élus des salariés et les représentants les salariés actionnaires.

La représentation des actionnaires salariés, issue de la loi du 25 juillet 1994, est facultative et réservée aux salariés détenant plus de 5% du capital. Cette représentation est connue par le principe de cogestion en Allemagne, alors qu'en France elle ne concerne que les sociétés anonymes. En effet, en France, la représentation des salariés dans le conseil d'administration ou de surveillance est limitée qu'aux représentants des actionnaires salariés.

La représentation des salariés dans l'entreprise est assurée par l'intermédiaire : du comité d'entreprise (Art L431.1 du code du travail), des délégués du personnel (Art L422.1 du code du travail), du comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail (Art L236.1 du code du travail) et des délégués syndicaux.

2.1.3.1. Comité d'entreprise (CE) :

❖ *Composition du comité d'entreprise*

Le comité d'entreprise⁵² est l'instance représentative des salariés. Elle est initiée par l'ordonnance du 22 février 1945, elle permet une expression collective des salariés afin de protéger leurs intérêts et les associer aux différentes décisions économiques ou financières (L.431-4) (Ray, 2002). Le CE est mis en place suite à des élections renouvelées tous les quatre ans. Il comprend un secrétaire élu parmi les représentants, un nombre égal de titulaires et de suppléants. Les fonctions du CE prennent fin par le décès, la démission, la résiliation du contrat de travail. Dans le cadre d'une cessation ou d'une absence, le membre titulaire du comité est remplacé par un suppléant désigné par l'organisation syndicale. Les entreprises comprenant des établissements distincts doivent créer des comités d'établissement et un comité central d'entreprise (C. trav., art.L.435-1, al. 1^{er} [2327-1])⁵³ ayant une composition identique à celle du comité d'entreprise (C. trav., art.L.435-2 [L.2327-3 et L.2327-17]). En effet, les délégués titulaires et suppléants élus dans les différents établissements représentent les salariés au comité central. De même, les groupes d'entreprise créent un comité de groupe

⁵² Noté par suite CE.

⁵³ La situation d'un texte dans le nouveau code de travail est déterminée de la manière suivante :

- le 1^{er} chiffre désigne la Partie ;
- le 2^e chiffre désigne le Livre ;
- le 3^e chiffre désigne le Titre ;
- le 4^e chiffre désigne le Chapitre ;
- le 5^e chiffre désigne l'emplacement au sein du chapitre.

composé du chef d'entreprise ou de son représentant, de deux personnes de son choix et des représentants du personnel des entreprises du groupe⁵⁴ (C. trav., art.L.439-3, al. 1[L.2333-1]).

❖ *Mission du comité d'entreprise*

Le rôle du comité d'entreprise est de protéger l'intérêt collectif des salariés dans les décisions liées à la « *gestion et à l'évolution économique et financière de l'entreprise, à l'organisation du travail, à la formation professionnelle et aux techniques de production* » (C.trav., art. L. 431-4 [L.2323-1]. Le comité d'entreprise est tenu d'être consulté sur les points portant sur « *l'organisation, la gestion et la marche générale de l'entreprise et notamment, sur les mesures de nature à affecter le volume et la structure des effectifs, la durée du travail, les conditions de travail et de formation professionnelle du personnel* » (C.trav., art.L.431-1, al.1^{er} [L.2323-6]). De même, le comité doit être consulté sur les modifications économiques et juridiques de l'entreprise (C.trav., art.L.432-1, al.3 [L.2323-19]), « *en cas de fusion, de cession, de modification importante des structures de production de l'entreprise* », ou une consultation portant l'acquisition ou cession de filiales » (C.com., art.L.233-1), en cas d'une offre publique d'achat (C.trav., art.L.432-1, al.4 [L.2323-21]). De même, ce comité est consulté sur d'autres thèmes portant sur les conditions de travail et organisation du travail (C.trav., art.L.432-3 [L.2323-27]), les évolutions de l'emploi et des qualifications dans l'entreprise (C.trav., art.L.432-1-1), l'adoption des projets de nouvelles technologies (C.trav., art.L.432-2 [L.2323-13]), les modalités de recrutement (C.trav., art.L.432-2-1[L.2323-32]), les conditions liées à la formation professionnelle (C.trav., art.L.432-3-1[L.2323-57]) ainsi que d'autres thèmes portant sur la participation des salariés, intéressement etc.

La consultation du comité d'entreprise ne se limite pas à l'activité économique. En effet, le comité gère les activités sociales et culturelles dans le seul objectif est de « *veiller au bien être du travailleur dans l'entreprise* ». Les activités comprennent, par exemple, le restaurant de l'entreprise, les activités sportives etc.

❖ *Réunions du comité d'entreprise*

Le comité d'entreprise se réunit au moins une fois par mois, dans les entreprises employant au moins cent cinquante salariés, suite à une convocation du chef de l'entreprise ou de son représentant. Suite à des conjonctures particulières, la situation nécessite la tenue

⁵⁴ Le comité de groupe présente la même composition que le comité d'entreprise européen.

d'une seconde réunion autre que celle principale. Inversement au comité d'entreprise, le comité central se réunit une fois tout les six mois (Duquesne, 2007). Le comité d'entreprise est consulté sur les différentes décisions prises par la majorité des membres présents ou titulaires. La loi n'exige aucun quorum. Les délibérations des décisions sont rédigées par le secrétaire du comité sous la forme des procès verbaux qui seront communiqués par suite à la direction et aux membres du comité (C.trav., art. R. 434-1). Par suite, le procès verbal est affiché ou diffusé dans l'entreprise (C.trav., art.L.483-1[L.2328-1]). Les membres du comité d'entreprise ne peuvent être licenciés sans l'autorisation de l'inspecteur du travail.

2.1.3.2. Délégués du personnel

Le rôle des délégués de personnel est de représenter les salariés lors des réclamations en matière de réglementation du travail, assurer une médiation entre les salariés et l'inspection de travail et présenter des suggestions sur l'organisation de l'entreprise. En cas d'absence des délégués syndicaux, les délégués de personnel peuvent être consultés sur les licenciements économiques, la durée de travail, la formation professionnelle ainsi que sur la fixation des congés payés. Les délégués de personnel sont protégés contre les licenciements sauf lors d'une autorisation de l'inspecteur de travail.

Les délégués de personnel se réunissent mensuellement dans les entreprises employant au moins 11 salariés afin d'exercer leurs missions. Les délégués transmettent leurs demandes à l'employeur deux jours avant chaque réunion et ce dernier répond oralement lors des réunions et par écrit dans un délai de six jours.

2.1.3.3. Comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail

Le Comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail est une instance obligatoire dans les entreprises employant plus de 50 salariés. Le comité est composé de tous les élus titulaires des délégués du personnel et du comité d'entreprise, il permet d'assurer une protection de la santé physique, mentale des salariés et se réunit une fois par trimestre.

2.1.3.4. Délégués syndicaux

La présence d'un délégué syndical est obligatoire dans toute entreprise employant 50 salariés ou plus et le nombre des délégués varie en fonction de la taille de l'entreprise⁵⁵. Les délégués syndicaux représentent les syndicats (CFDT, CGT, FO, CFTC, CGC) et participent à la négociation collective dans l'entreprise. En cas d'absence d'un délégué syndical, les représentants élus du personnel peuvent conclure des accords avec l'employeur. Le délégué syndical est protégé contre les licenciements pendant la durée du mandat.

2.1.4. Cadre juridique et réglementaire de la participation des salariés à la gestion de l'entreprise : comparaison internationale

Une étude qualitative des différents pays (l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède) montre des différences dans les réglementations portant sur la participation des salariés aux décisions de l'entreprise : d'une part la représentation du personnel dans le conseil d'administration et de surveillance et d'autre part les possibilités d'influencer les décisions dans l'entreprise (le pouvoir de codécision).

Une comparaison internationale montre que la Belgique, l'Espagne et le Royaume-Uni n'encouragent pas la participation des salariés à la gestion des entreprises : En Belgique, les conseils d'entreprise ont un rôle consultatif alors qu'en Espagne, la représentation des salariés est assurée dans chaque établissement employant plus de dix salariés. Au Royaume-Uni, aucune loi n'oblige les entreprises à assurer une participation des salariés à la prise de décision seulement dans les domaines d'hygiène et de sécurité du travail. Inversement, la loi allemande (droit de codécision) et néerlandaise accorde aux représentants des salariés le droit de participer aux décisions stratégiques dans l'entreprise et de limiter tout type d'expropriation.

2.1.4.1. L'Allemagne

L'Allemagne est caractérisée par un pouvoir de cogestion fort marquée par la participation des salariés aux conseils de surveillances et par la présence des organisations syndicales. La participation des salariés à la décision est basée sur trois institutions : le conseil d'établissement (Betriebrast), la représentation des salariés dans le conseil de

⁵⁵ Un délégué syndical pour une entreprise employant entre 50 et 999 et deux délégués entre 1000 et 1999 etc. (art. R412-2 du code de travail).

surveillance et le « directeur de travail ». Le conseil de surveillance est composé du même nombre des salariés et des actionnaires ce qui donne le droit aux salariés et les syndicats de participer à la prise de gestion. La loi allemande exige à toute entreprise employant au moins cinq salariés de constituer un conseil composé uniquement des représentants des salariés. La taille du conseil d'établissement varie en fonction de l'effectif des salariés dans l'entreprise (Annexe 3). Les représentants élus participent aux réunions trimestrielles traitant les conditions de travail (durée de travail, les préventions des accidents...), les questions de personnel (la discipline des salariés, les promotions, les licenciements, les rémunérations, les primes de rendement, les programmes de formation, les embauches ...) et les affaires économiques (les décisions portant la fermeture des firmes ou une réduction des effectifs, les nouvelles technologies...). Le conseil d'établissement permet d'assurer la protection des droits des salariés ainsi que l'intégration des salariés handicapés et des étrangers dans la vie professionnelle.

La loi allemande du 11 octobre 1952 exige la représentation des salariés dans les conseils de surveillance afin de contrôler les dirigeants, participer aux décisions dans l'entreprise et réduire les conflits entre les dirigeants et les salariés. Les salariés choisissent les membres de directoire et exercent un contrôle sur la gestion. En se basant sur le principe de cogestion, la loi du 7 août 1956 exige une participation paritaire⁵⁶ dans les entreprises employant plus que 1 000 salariés. Les représentants des salariés sont choisis par les conseils d'établissement et les syndicats.

2.1.4.2. Le Royaume uni

Inversement à l'Allemagne et aux Pays-Bas, au Royaume Uni, aucune loi n'exige la représentation des salariés et la protection des salariés est assurée par les syndicats. Ces derniers interviennent avant toute décision portant sur le licenciement collectif, le changement d'activité de l'entreprise ou des fusions mais ils ne possèdent aucun pouvoir de codécision.

2.1.4.3. La Suède

Les salariés participent à la gestion à travers leurs participations dans le conseil d'administration. La loi du 28 décembre 1972 exige aux sociétés de capitaux employant plus de cent salariés que leurs conseils d'administration de réserver deux postes aux salariés. La

⁵⁶ Cinq représentants des salariés, cinq représentants des actionnaires et un onzième élément neutre.

loi du 1 janvier 1977 exige à l'employeur d'informer le conseil d'établissement sur toutes les décisions portant sur la situation des employés.

La loi de 1987 exige une représentation des salariés dans le conseil d'administration des sociétés à responsabilité limitée, des banques, des compagnies d'assurance et des organismes de crédits hypothécaires, employant au moins 25 salariés. Les entreprises employant au moins vingt-cinq salariés comprennent deux représentants des salariés et deux suppléants choisis par les syndicats parmi les salariés inversement aux sociétés employant 1000 employés désignent trois représentants. Les représentants des salariés participent à la décision dans les entreprises contenant au moins un salarié syndiqué.

Les lois des différents pays, portant sur la représentation des salariés dans les conseils d'administration et de surveillance, montrent que l'Allemagne est le seul pays qui assure la participation des salariés à la gestion des entreprises à travers la représentation des salariés par des comités dans les conseils de surveillance et par la présence des salariés dans le conseil (le principe de codécision).

2.2. Intervention syndicale

Plusieurs auteurs se sont intéressés à la participation des salariés à la prise de décision dans les entreprises et dans la gouvernance via : le syndicat, les comités d'entreprises, le conseil d'administration ou de surveillance (Goodijk, 2000). Les syndicats participent pleinement à la vie des organisations et occupent une place essentielle dans le système de relations professionnelles. Ils représentent les salariés dans l'entreprise afin de protéger leurs intérêts et d'engager des actions de protestation (grèves, manifestations...) contre les employeurs lorsque les deux entrent en conflit. La présence syndicale ne se limite pas à la représentation des salariés ou à la recherche d'une augmentation des rémunérations (Andolfatto et Labbé, 2000). Les organisations syndicales assurent un dialogue social entre l'Etat, les employeurs et les salariés afin d'améliorer les conditions de travail, préparer des plans de formation professionnelle ainsi que limiter les réductions des effectifs.

Une comparaison internationale portant sur la représentation syndicale des salariés montre des disparités. Selon Laroche (2004), ces divergences sont expliquées par le fait que chaque pays possède « *un système spécifique de structures, de valeurs de référence, de modes d'action des syndicats, etc.* ». Les États-Unis sont marqués par la présence d'un monopole syndical⁵⁷ caractérisé par une « *représentativité exclusive* » inversement à la Grande-Bretagne, la France ou l'Allemagne où la présence syndicale est expliquée par des règles de source politique, jurisprudentielle ou basé sur le principe de cogestion. Des comparaisons internationales montrent que la Suède présente le taux de syndicalisation le plus élevé (70,8%) inversement à la France (7,8%).

Les disparités entre pays au niveau du taux de syndicalisation sont présentées dans le tableau suivant :

⁵⁷ Aux Etats-Unis, les salariés individuels ne disposent pas des droits de syndicalisation seulement lorsque l'ensemble des salariés est syndicalisé. Cette procédure est contrôlée par une agence fédérale (National Labor Relations Board).

Tableau 9 : Taux de syndicalisation dans différents pays en 2007

Pays	Taux de syndicalisation des salariés
France	7,8
Etats-Unis	11,6
Espagne	14,5
Japon	18,3
Australie	18,5
Pays bas	19,8
Allemagne	19,9
Grande Bretagne	28,0
Canada	29,4
Irlande	31,7
Italie	33,3
Belgique	52,9
Norvège	53,7
Danemark	69,1
Finlande	70,3
Suède	70,8

Source: Trade union membership 2008. OCDE. Données statistiques 2007

Une comparaison internationale portant sur l'influence de la représentation syndicale sur la performance des firmes montre des disparités. Plusieurs études réalisées en Grande-Bretagne et en Allemagne, inversement aux études françaises peu nombreuses (Hubler et Schmidt, 1996, 1998 ; Mathieu-Morvan, 2001 ; Laroche, 2002), montrent une relation négative entre la présence syndicale et la performance organisationnelle (Metcalf, 2003). Les auteurs stipulent que les firmes syndiquées sont moins performantes et dépensent moins dans les nouvelles recherches que les firmes non syndiquées (Singh, 2002). Cette divergence provient des différences dans le rôle des syndicats, les secteurs où les syndicats obtiennent des gains salariaux supérieurs et le niveau de concurrence.

2.2.1. Intervention syndicale et son impact sur la performance des firmes

La relation entre l'intervention syndicale et la rentabilité des entreprises peut être traitée à travers son impact sur le niveau des salaires et la productivité du travail (Brown et Medoff, 1978). L'objectif des syndicats, selon la théorie néoclassique, est d'imposer un salaire supérieur au marché (Booth, 1995). Des travaux anglo-saxons (Lewis, 1986 ; Jarrell et Stanley, 1990 ; Ashraf, 1994), étudiant l'impact de la présence syndicale sur la rémunération des salariés, montrent un effet positif inversement aux études françaises. Les études de Coutrot (1996) montrent que cet effet est moins marqué en France inversement aux Etats-

Unis où les syndicats bénéficient d'une situation de monopole. L'auteur trouve une augmentation de salaire de l'ordre de 3% dans les entreprises présentant au moins un délégué syndical inversement aux pays anglo-saxons. En effet, un pouvoir de négociation élevé permet d'avoir un niveau de salaire supérieur à celui du marché (Booth, 1995) et le secteur syndiqué présente des rémunérations salariales plus élevés (Lewis, 1986 ; Jarrell et Stanley, 1990).

En France, les syndicats jouent un rôle important dans la répartition de la valeur ajoutée entre les parties prenantes et principalement les actionnaires et les salariés. Certaines études françaises montrent une faible augmentation des rémunérations des salariés de l'ordre de 3 à 5% suite à l'intervention syndicale. Au Royaume-Uni, Blanchflower et Bryson (2003, 2004) montrent que le pouvoir de négociation des syndicats dans les entreprises contribue à une amélioration de la rémunération des salariés (entre 8 et 10%). Selon Laroche (2006), une augmentation du niveau des salaires incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires.

En étudiant la relation entre la présence syndicale et la performance des firmes, Freeman et Medoff (1984) montrent que les syndicats assurent une meilleure communication entre les salariés, augmentent la productivité du travail, réduisent le taux de rotation du personnel⁵⁸ et améliorent la qualité de recrutement. De même, la représentation syndicale des salariés exerce un rôle disciplinaire sur les dirigeants afin d'assurer une meilleure gestion et réaliser une économie des coûts de recrutement (Clark, 1980b ; Freeman et Kleiner, 1990 ; Ng et Maki, 1994).

2.2.2. Présence syndicale et performance financière

La présence syndicale influence significativement le niveau de productivité en enregistrant une augmentation des rémunérations inversement à certaines études (Laroche, 2004) qui concluent à un effet neutre de la présence syndicale sur la performance financière. La majorité des travaux (Batt et Welbourne, 2002 ; Dinardo et Lee, 2004 ; Gittell et al., 2004) trouve un effet négatif sur la performance financière mesurée par la rentabilité financière, la rentabilité du capital, le Q de Tobin etc. Les études françaises de Morvan (2001), étudiant la relation entre la représentation syndicale et la performance financière, montrent « *qu'une faible exposition à la concurrence (étrangère et/ou nationale) semble accentuer l'impact*

⁵⁸ Dans le cadre des entreprises américaines, la présence syndicale diminue la rotation du personnel de 2%.

négalif des syndicats sur les profits » et « *les résultats deviennent non significatifs après le retrait des valeurs extrêmes, quels que soient les indicateurs* ». D'après l'auteur, la diminution des profits s'explique essentiellement par la forte dispersion des données. Au Royaume-Uni, Machin (1991) montre que les entreprises syndiquées enregistrent une performance financière inférieure de 1,7% par rapport aux autres entreprises. Cette diminution de la performance provient des augmentations salariales lors des négociations syndicales.

Laroche (2004) étudie l'effet de la présence syndicale sur la performance de 2 978 firmes françaises en utilisant des données issues de l'enquête REPONSE (Relations Professionnelles et Négociations d'Entreprises). L'auteur utilise un indicateur subjectif afin d'évaluer le niveau de performance financière d'une entreprise par rapport à ses principaux concurrents (« *très supérieure* », « *plutôt supérieure* », « *équivalente* », « *plutôt inférieure* », « *très inférieure* »). Les résultats montrent que la présence syndicale est sans effet sur la performance financière des firmes françaises. Dans une étude plus récente, Laroche et al. (2006) étudient l'impact de la présence syndicale sur la rentabilité économique et financière durant la période 1998-2004. Les auteurs utilisent la présence d'un délégué syndical dans l'entreprise afin de mesurer la présence syndicale. Les résultats montrent, qu'en 1998, les entreprises syndiquées enregistrent une rentabilité financière moins élevée, un taux d'endettement faible par rapport aux autres firmes. En 2004, aucun effet n'est enregistré entre la présence syndicale et la rentabilité financière, alors que les établissements syndiqués sont dans le même temps significativement plus endettés que les autres établissements. Cette absence de lien est expliquée par le niveau d'endettement des entreprises. De même, les auteurs concluent à une relation positive entre l'implantation syndicale et la productivité du travail. De ce fait, l'intervention syndicale contribue à une meilleure répartition de la valeur ajoutée entre le capital et le travail.

La présence syndicale entraîne une diminution de la rentabilité économique expliquée par une augmentation de la part des salariés dans la valeur ajoutée ou des taxes et impôts revenant à l'Etat. Dans une étude plus récente des entreprises françaises, Breda (2006) trouve qu'une augmentation des salaires lors des négociations syndicales (3% à 5%) entraîne une diminution de la rentabilité économique.

2.2.3. Représentation syndicale et performance boursière

La majorité des travaux concluent que l'intervention syndicale fait augmenter la performance productive suite à une bonne gestion des ressources humaines⁵⁹ et influence négativement⁶⁰ la performance financière et boursière de l'entreprise. Ces résultats montrent l'intérêt d'étudier une telle relation dans un contexte pluridimensionnel en intégrant le facteur travail.

Les travaux étudiant la relation entre l'intervention syndicale sous forme de grèves, d'élections syndicales,... et la performance boursière de l'entreprise montrent un effet négatif. En effet, les marchés financiers réagissent, suite à l'intervention syndicale, par une baisse des cours par rapport aux autres entreprises non syndiqués. Afin d'étudier la réaction des marchés suite à l'intervention syndicale durant la période 1962-1980, Ruback et Zimmerman (1984) concluent une baisse significative des cours suite à la certification d'un syndicat. De même, l'étude d'Abowd (1989) conclut à une relation négative entre le nombre des négociations salariales durant la période 1976-1982 et la richesse des actionnaires. En effet, une augmentation de la part du travail dans la valeur ajoutée fait diminuer la richesse des actionnaires. Inversement à la théorie néoclassique montrant que la valeur ajoutée sera distribuée d'une manière équitable entre les actionnaires et les salariés, les syndicats interviennent afin d'augmenter la richesse des salariés au détriment de celle des apporteurs de capitaux financiers.

Inversement, en étudiant l'impact de la présence syndicale sur la performance boursière, dans un contexte américain, Hubler et Schmidt (1996) concluent un effet positif. Plusieurs critiques ont été adressées à cette étude portant sur la taille de l'échantillon et la méthode utilisée, ce qui réduit l'efficacité du résultat trouvé.

En s'intéressant à la relation entre la présence des syndicats et la répartition de la valeur ajoutée entre le facteur capital et travail, Layard et al. (1991) montrent que la phase de désyndicalisation est marquée par une diminution de la part du travail dans la valeur ajoutée. De même, Laroche et al. (2006) montrent que la présence syndicale influence positivement la répartition de la valeur ajoutée entre les apporteurs de capital humain et financier. Inversement aux travaux précédents, Doucouliagos et Laroche (2004) montrent que la

⁵⁹ Une bonne gestion des ressources humaines portant sur les politiques de formation professionnelle et d'embauche.

⁶⁰ Liée aux décisions de licenciement.

présence syndicale permet de privilégier les salariés dans la distribution de richesse au détriment des actionnaires.

En France, la représentation des salariés dans le conseil d'administration ou de surveillance est limitée aux représentants des actionnaires salariés. La représentation des salariés dans l'entreprise peut être assurée par des délégués syndicaux et des instances élues du personnel (les délégués du personnel, le comité d'entreprise, le comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail).

Plusieurs études ont montré que la participation des salariés aux décisions contribue à une augmentation qualitative et quantitative de la production, un accroissement de l'efficacité des entreprises, une amélioration des conditions d'emploi et de travail et des relations sociales, une limitation des licenciements et la création de valeur globale de l'entreprise. Milani (1975) et Chenhall (1986) trouvent une relation positive entre la participation des salariés à la prise des décisions et la performance des firmes (Gervais, 1989). La participation des salariés aux instances décisionnelles augmente le pouvoir de négociation des salariés et se fait au détriment des actionnaires (Aoki, 1984).

H 6 : Le pouvoir de négociation syndical fait accroître la richesse des salariés au détriment des actionnaires.

H 7 : La richesse des salariés augmente avec le nombre des représentants dans l'entreprise.

Les différentes études portant sur la relation entre la représentation syndicale des salariés et la performance des firmes, dans un contexte international, peuvent être résumées dans le tableau suivant :

Tableau 10 : Principales études menées sur le lien entre la présence syndicale et la performance financière des firmes

Référence de l'étude	Contexte de l'étude	Principaux résultats
Machin et Stewart(1990)	1134 établissements du secteur privé pendant la période 1980-1984 en Grande Bretagne.	La performance financière des établissements syndiqués est plus faible que celle des autres établissements.
Hirsch (1991)	632 entreprises de secteur manufacturier aux USA	Les syndicats ont un impact négatif sur les profits (q de Tobin) de l'entreprise (entre -14% et -20% selon l'indicateur). Le degré de concentration du secteur ne semble pas constituer une source de gain importante pour les syndicats.
Morishima et Copping (1991)	120 entreprises canadiennes en 1980	L'interaction entre la part de marché et la présence syndicale a un effet négatif sur la rentabilité des entreprises mais la seule présence syndicale n'a pas d'effet significatif.
Becker et Olson (1992)	297 entreprises américaines en 1977	Les entreprises syndiquées ont une marge bénéficiaire (PCM) et une valeur excédentaire (Excess value) plus faibles que les entreprises non syndiquées. La source de la rente syndicale semble être les gains associés à la RetD.
Drago et Wooden (1992)	2004 entreprises australiennes en 1990	Pas d'effet négatif de la présence syndicale sur la rentabilité des investissements (ROI)
La Porta et Jenkins (1996)	62 sous secteurs de l'industrie manufacturière canadienne en 1987	Les résultats mettent en évidence une relation positive entre la syndicalisation et la rentabilité des entreprises à des niveaux faibles de concentration du marché. La relation devient cependant de plus en plus négative à des niveaux de concentration au-dessus de la moyenne.
Machin et Stewart (1996)	892 établissements du secteur privé britannique en 1990.	L'impact négatif sur la performance financière est constaté uniquement dans les cas suivants : existence d'accords de « closed-shop » et entreprises ayant un certain pouvoir sur leur marché.
Menezes-Filho (1997)	Entreprises britanniques dans la période 1984-1990	La présence syndicale est associée négativement à la performance financière mais cette association négative a tendance à diminuer au cours du temps.
Bryson (1999)	WIRS (Workplace Industrial Relations Survey) en 1990 en Grande Bretagne.	Effet négatif du taux de syndicalisation sur la performance financière.
Addison et Belfield (2000)	WERS (Workplace Employment Relations Survey) en 1998 en Grande Bretagne.	Pas d'effet significatif de la présence syndicale sur la performance financière.
Mathieu-Morvan (2001)	140 entreprises du secteur des équipementiers automobiles en France.	Les résultats mettent en exergue une relation négative entre le taux de syndicalisation et la performance financière, mesurée par les ratios Résultat net / Capitaux propres et Résultat net / CA HT. Cependant, ces résultats sont sensibles au retrait des valeurs extrêmes de l'échantillon.
Batt et Welbourne (2002)	476 petites entreprises indépendantes en 1993 et 1996 aux Etats-Unis	Les résultats mettent en évidence une relation positive significative entre la présence syndicale et le q de Tobin, en contradiction

		avec la plupart des études existantes aux USA.
Laroche, Schmidt et Wechtler (2006)	L'étude porte sur les entreprises employant 20 salariés et plus du secteur marchand non agricole (champ de l'enquête REPONSE) en 1998 et 2004.	Les résultats montrent une absence de lien entre la rentabilité financière et la présence syndicale en 2004.

Source : Morvan I., (2001).

2.3. Endettement, présence syndicale et gestion des effectifs

2.3.1. Endettement et représentation syndicale des salariés

« La firme, appréhendée comme un nœud de contrats, repose non seulement sur la relation entre les dirigeants, les actionnaires et les créanciers mais implique toutes les parties prenantes de la firme et principalement les salariés » (Blair, 1995). De ce fait, certains travaux s'intéressaient à la relation entre le choix du mode de financement et le capital organisationnel et par conséquent le processus de création et répartition de valeur (Moussu, 2000).

L'endettement, conçu comme une variable politique au cœur de la gouvernance financière, joue un rôle disciplinaire dans la résolution des conflits entre actionnaires-dirigeants lorsque ces derniers adoptent une politique de sous investissement⁶¹ (Jensen et Meckling, 1986). Selon la théorie de « *Free Cash Flow* », l'endettement permet de contrôler les dirigeants et limiter l'expropriation des actionnaires. Selon Nekhili et al., (2009), la dette est une ressource pouvant être expropriée par les actionnaires de référence pour accroître les transactions réalisées avec leur propre firme.

Les études testant la relation entre la structure de capital et la politique salariale concluent une relation négative. Selon Dagsupta et Sengupta (1993), les actionnaires utilisent l'endettement afin de minimiser les réclamations des salariés et éviter le problème de sous-investissement (Grout, 1984). En effet, plus l'entreprise est endettée plus le taux de syndicalisation est faible. Cette idée est également défendue par Bronars et Deere (1991) montrant que la dette limite le pouvoir des syndicats ainsi que leurs formations. De même, la firme utilise sa structure de capital afin d'influencer le comportement des concurrents, des clients et des fournisseurs.

Les travaux de Matsa (2006)⁶² montrent que les salariés réclament une augmentation des salaires dans les firmes disposant d'un niveau de liquidité élevé. Par conséquent, la firme a recours aux financements externes par dettes afin de limiter l'intervention syndicale et les négociations salariales. De même, l'étude de Dinardo et Lee (2004) teste l'impact du pouvoir de négociation des salariés, portant essentiellement sur l'augmentation des salaires, sur le

⁶¹ Choix des projets peu rentables.

⁶² « *Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining* », Job Market Paper, January 16, 2006.

niveau d'endettement. Les auteurs concluent que les réclamations des salariés influencent, d'un côté, la structure de capital d'une entreprise lors des distributions des bénéfices aux salariés⁶³ ce qui incite la firme à recourir à l'endettement comme source de financement. D'un autre côté, la firme utilise la dette comme une stratégie afin de limiter le niveau de liquidité et par conséquent, réduire les réclamations des salariés.

H8 : L'endettement influence négativement la formation des syndicats ainsi que le pouvoir de négociation des salariés ; il se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

2.3.2. Endettement et réduction des effectifs

Dans cette étape, nous présentons les différents travaux portant sur les caractéristiques financières des firmes (la structure de capital) qui réduisent leurs effectifs.

La dette est un moyen utilisé par les actionnaires afin de renforcer leurs pouvoirs de négociation et de limiter le problème de sous investissement (Dagsupta et Sengupta, 1993). Selon Bronars et Deere (1991), la dette permet de limiter la présence syndicale et le pouvoir de négociation des salariés.

La majorité des études, portant sur la relation entreprise-salariés, montrent qu'une amélioration de la performance financière se traduit par un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés (Charreaux et Desbrières, 1997). Afin d'étudier la relation entre la structure financière des firmes et la répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes, Sentis (1998) étudie la structure financière des firmes avant et après la réduction des effectifs en utilisant l'endettement financier et le slack financier. Le premier indicateur est mesuré par le rapport entre les dettes financières et la somme de ces dernières et la valeur de marché des capitaux propres⁶⁴. La deuxième variable est mesurée par la somme de l'endettement net et la valeur de marché des capitaux propres⁶⁵.

Les résultats montrent que durant la période précédant la réduction des effectifs, les entreprises sont plus endettées, moins rentables et moins efficaces que les entreprises de même secteur. L'endettement réduit le pouvoir de négociation des salariés ce qui incite les

⁶³ Ce qui affaiblit le bilan.

⁶⁴ Les dettes financières comprennent les emprunts obligataires, les emprunts et dettes auprès des établissements de crédit et les autres dettes. La valeur de marché des capitaux propres représente la capitalisation boursière de l'entreprise.

⁶⁵ L'endettement net représente la différence entre les dettes financières de l'entreprise et les disponibilités et assimilés (valeurs mobilières de placement). Le slack financier représente les disponibilités de l'entreprise.

entreprises à recourir aux licenciements des salariés afin de réduire les disponibilités de l'entreprise. La période suivant le licenciement est caractérisée par une diminution du niveau d'endettement ainsi qu'une amélioration de la performance économique suite à une diminution de la part des salariés dans la valeur ajoutée.

En étudiant l'effet des réductions d'effectifs sur la performance des firmes durant la période 1990-2000 en choisissant l'année 1996 comme une année de référence, Degorre et Grenet (2003) utilisent des indicateurs de performance tels que la rentabilité, la situation financière, le partage de la valeur ajoutée, l'efficacité productive et les coûts salariaux. Les résultats montrent que le nombre des licenciements augmente dans les entreprises endettées. Inversement aux travaux précédents concluant que les firmes améliorent significativement leurs performances après une réduction d'effectif, les auteurs montrent que les firmes qui licencient enregistrent une baisse de la performance financière et économique liée aux différents coûts supportés⁶⁶. Cette diminution de performance est expliquée par la stratégie défensive des entreprises qui licencient suite à des difficultés financières.

⁶⁶ Taux de rotation du personnel, indemnités de départ etc.

Section 3 : Participation financière des salariés

La relation entre les parties prenantes au sein de l'entreprise est étudiée à partir de l'impact de la gestion sociale sur la performance financière (Charreaux et Desbrières, 1997). Plusieurs études françaises et anglo-saxonnes montrent que l'amélioration de la performance financière des firmes résulte d'un transfert de richesse qui se ferait au détriment des salariés et au profit des actionnaires. De ce fait, plusieurs systèmes de participation, d'intéressement et d'actionnariat des salariés ont été mis en place afin de protéger les salariés et réduire les conflits d'intérêts entre les apporteurs du capital humain et financier⁶⁷.

Dans la première section, nous avons présenté les différentes modalités de participation des salariés dans la vie de l'entreprise⁶⁸. A ces modalités s'ajoute la participation financière sous la forme d'une participation au capital et une participation aux résultats. La participation des salariés au capital est présentée sous la forme des plans d'actionnariat des salariés (PAS), les plans d'épargne d'entreprise (PEE) et les plans d'options d'action (POA) (Annexe 4). La participation aux résultats est un système permettant aux salariés de bénéficier d'une part des résultats de l'entreprise.

3.1. Différentes modalités de la participation financière

⇒ La participation des salariés aux résultats de l'entreprise : Selon le code de travail 2007, « *La participation a pour objet de garantir collectivement aux salariés le droit de participer au résultat de l'entreprise. Elle prend la forme d'une participation financière à effet différé, calculée en fonction du bénéfice net de l'entreprise, constituant la réserve spéciale de participation* » (Art.L.3322-1).

La participation des salariés aux résultats de l'entreprise est obligatoire pour les firmes employant plus que cinquante salariés et les sommes versées aux salariés sont bloquées sur cinq ans afin d'être investies en actions, SICAV ou en fonds commun de placements...

⇒ L'intéressement des salariés : « *facultatif et permet à l'entreprise, après qu'elle satisfait la représentation des salariés, de constituer un système d'intéressement⁶⁹ et un plan*

⁶⁷ En France, l'actionnariat permet de protéger les salariés, inversement aux pays anglo-saxonnes où cette politique est promue afin de fidéliser et motiver les salariés.

⁶⁸ Cette participation se manifeste par le pouvoir de cogestion et la représentation des salariés dans le conseil d'administration.

⁶⁹ La prime versée aux salariés dépend de la réalisation des objectifs.

d'épargne d'entreprise. L'intéressement a pour objet d'associer collectivement les salariés aux résultats ou aux performances de l'entreprise » (Art.L. 3312-1).

⇒ Les plans d'épargne d'entreprise (PEE) : Selon le code de travail 2007, « *le plan d'épargne d'entreprise est un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés de l'entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un porte feuille de valeurs mobilières* » (Art.L. 3332-1).

⇒ Le plan d'épargne interentreprises (PEI) : Selon l'article 3333-2, « *le plan d'épargne interentreprises permet aux entreprises de constituer un fond d'épargne commun pour tous les salariés. Cette participation permet aux petites entreprises de bénéficier d'un coût inférieur suite à la mise en place d'un PEI que d'un PEE. Si ce plan est institué entre plusieurs employeurs pris individuellement, il peut également être conclu au sein du comité d'entreprise ou à la suite de la ratification à la majorité des deux tiers du personnel de chaque entreprise du projet d'accord instituant le plan* ».

⇒ Le plan d'options sur actions (les stocks options) : ce système permet aux entreprises d'accorder des options d'achat d'actions aux salariés afin que ces derniers contribuent à une amélioration de la valeur actionnariale.

⇒ L'actionnariat des salariés permet aux salariés de détenir un part du capital de l'entreprise et les protéger contre les expropriations des actionnaires et des dirigeants (Aoki, 1984). Les actionnaires salariés disposent de certains droits tels que le droit d'accéder à tout moment à l'information, le droit de participer aux conseils d'administration ou de surveillance, le droit de porter plainte contre les dirigeants et les actionnaires en cas d'expropriation (Desbrières, 2002).

3.2. Participation financière des salariés et performance

Le principe de gouvernement d'entreprise définit la firme comme étant un nœud de contrats et de relations d'agence entre un mandant (principal) et un mandataire (agent). Le principal confère au mandataire le pouvoir de prendre des décisions à son intérêt en contre partie la réception d'une rémunération (Desbrières, 1997). Selon une approche partenariale, le gouvernement d'entreprise détermine ceux qui contrôlent, qui apportent les fonds et qui assument le risque, inversement à l'approche traditionnelle, la répartition de la valeur ajoutée n'est pas déterminée seulement au regard des actionnaires mais au profit des parties prenantes

(Blair, 1995). Selon Germain (1998), le système de gouvernement des entreprises regroupe un ensemble de mécanismes permettant d'exercer un contrôle sur les dirigeants et d'influencer leurs décisions dans l'objectif de créer de la valeur ajoutée au profit des parties prenantes et non seulement dans l'intérêt des actionnaires. De ce fait, un système de gouvernance efficace prend en considération l'ensemble des « *stakeholders* » dans la création et la répartition de la richesse de l'entreprise.

La relation qui lie les salariés et les actionnaires est conflictuelle suite au comportement opportuniste des dirigeants et aux divergences des intérêts des deux parties. En effet, les dirigeants, supposés agir dans l'intérêt d'une augmentation de la valeur actionnariale, peuvent adopter certains comportements discrétionnaires en recourant aux revenus non pécuniaires qui peuvent diminuer le résultat de l'entreprise. De même, les deux parties se distinguent en fonction du risque qu'ils encourent. En effet, les salariés employant leurs capitaux humains sont exposés à un risque élevé par rapport aux actionnaires exploitant un capital financier qui pourra être diversifié. De même, ils diffèrent au niveau de l'horizon d'intéressement : les dirigeants choisissent les projets rentables à court terme liés à la durée de leurs présences dans l'entreprise alors que les actionnaires préfèrent des projets risqués et rentables à long terme. De ce fait, plusieurs mécanismes sont mis en place tels que les systèmes de contrôle de gestion, les comités d'audit et le système de participation des salariés dans la vie de l'entreprise (Desbrières, 1997) afin de limiter les conflits d'intérêts, réduire les coûts d'agence supportés par les actionnaires et créer un équilibre entre le facteur capital et travail en associant les salariés aux résultats de l'entreprise.

La participation financière permet aux salariés de participer aux instances décisionnelles et d'exercer un contrôle sur les décisions managériales. Selon Desbrières (1997), la participation financière encourage les salariés à travailler en groupe, améliorer la performance de la firme et augmenter leurs rémunérations considérées comme une source de motivation.

La majorité des études conclut un effet positif de la participation des salariés (intéressement, participation aux résultats, actionnariat salarié) sur la performance organisationnelle et commerciale. Les firmes dont les salariés participent aux bénéfices enregistrent des performances supérieures à celles qui ne les adoptent pas seulement lorsque le partage de richesse est associé à une gestion participative (Cable et Fitzroy, 1980). De même, Wadhani et al. (1990) montrent que la participation des salariés aux résultats influence

positivement la performance des firmes lorsque ce système est accompagné des changements organisationnels⁷⁰ (Desbrières, 1997). Inversement à la performance boursière qui n'a pas été trop traité, plusieurs travaux, dans un contexte international (les Etats-Unis, la Grande Bretagne et l'Allemagne) se sont intéressés à la relation entre la participation financière des salariés (au capital et au bénéfice) et la performance économique et financière. Les études de Vanghan-Whitehead (1992) et Desbrières (1992) montrent que les firmes, utilisant un système de participation financière des salariés, enregistrent une augmentation de la rentabilité, du chiffre d'affaire, du niveau de productivité...

3.3. Actionnariat des dirigeants et performance financière

La croissance des marchés financiers ont incité les firmes à développer un système de participation financière par les plans d'option sur action accordés aux salariés dirigeants. La relation actionnaires/dirigeants est de nature conflictuelle à cause de comportement discrétionnaire des dirigeants. Afin de remédier à ce comportement et réduire les conflits plusieurs mécanismes ont été mis en place telle que la rémunération des dirigeants par les stocks options (Charreaux, 1997). De ce fait, les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires afin d'augmenter la valeur de la firme (Rakotosoa, 1999).

L'actionnariat des dirigeants permet de fidéliser les dirigeants, améliorer l'embauche et augmenter la performance des firmes. La rémunération des dirigeants par les stocks options représente une source de motivation des dirigeants afin d'agir dans l'intérêt des actionnaires en augmentant leur richesse liée elle-même à la valeur des actions. Par conséquent, les dirigeants seront confrontés à un choix entre les projets rentables à court terme afin de protéger leurs postes et les investissements risqués afin d'augmenter leurs richesses (Desbrières, 1999).

En étudiant la relation entre l'actionnariat des dirigeants et la performance des firmes, Desbrières (1997) conclut un impact positif de l'adoption des plans de stocks options sur la performance boursière, inversement à l'actionnariat salarié. L'auteur montre que les stocks options sont moins taxés que le salaire ce qui incite les entreprises à diminuer le salaire (la partie fixe de la rémunération) et augmenter la partie variable de la rémunération (actions, options) afin d'améliorer la rentabilité économique.

⁷⁰ Le changement technologique, l'organisation du travail, la formation professionnelle, la culture organisationnelle, le style de management, la stratégie d'entreprise, la structure de l'organisation, etc.

Plusieurs travaux se sont intéressés à l'effet du système de rémunération des dirigeants (l'adoption, l'annonce des stock-options...) sur la performance des firmes mesurée par des indicateurs tels que la valeur boursière des actions, le niveau d'endettement, la rentabilité économique, les dépenses en recherche et développement, le rendement en dividende... Les principaux résultats sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 11 : Résultats des études sur les liens entre les POA et la performance financière de l'entreprise

Variables Indépendantes	Variables dépendantes	Influence positive	Influence négative	Effet non significatif
Annonce de l'adoption d'un POA ciblé (dirigeants et cadre)	Valeur boursière des actions à court terme	Larcker (1983) Brickley et al. (1985) Defusco et al. (1990) Yeo et al. (1999) Morgan et Poulsen (2001)	Martin et Thomas (2003)	
Annonce de l'adoption d'un POA élargi	Valeur boursière des actions à court terme	Hager (2003) Morgan et Poulsen (2001)		Martin et Thomas (2003)
Adoption d'un POA	Valeur boursière des actions à court terme	Defusco et al. (1990) Mehran (1995)		
	Dépenses de RetD ou d'investissement	Agrawal et Mandelker (1987)	Defusco et al. (1990)	
	Performance boursière à long terme			Poulain-Rehm (2000) Yeo et al. (1999)
	Volatilité du cours boursier	Agrawal et Mandelker (1987) Defusco et al. (1990) Lambert et al. (1991)	John et John (1993)	Lambert et Larcker (1991) Lemgruber (1986)
	Endettement	Agrawal et Mandelker (1987) Defusco et al. (1990)	Poulain-Rehm (2000)	Lembruger (1986)
	Rendement en dividendes	Defusco et al. (1990)		Poulain-Rehm (2000)
	Valeur des dettes		Defusco et al. (1990) John (1993)	
	Dépenses en investissement à long terme	Larcker (1983) Poulain-Rehm (2000)		Lembruger (1986)
	Résultats	Defusco et al. (1990) Mehran (1995)	Lambert et al. (1991)	Yeo et al. (1999)
	Rentabilité économique à court et long terme	Poulain-Rehm (2000)		
	Versement de dividendes à court terme et long terme	Defusco et al. (1990)	Lambert et al. (1989) Lewellen et al. (1987) Fenn et Liang (2001)	

Octroi d'options en vertu d'un POA existant	Valeur boursière à court terme	Jensen et Murphy (1990) Aboody (1996) Hall et Liebman (1998) Cormier et al. (1999)	Murphy (1985)	
	Valeur boursière à long terme		Aboody (1996) Rakotosoa (1999)	Cormier et al. (1999)
	Résultats	Larcker (1983)		Gaver et al. (1992)
	Dépenses en RetD	Dechow et Sloan (1991)		
	Endettement	Smith et Watts (1992) Mehran (1992)		

Source : Desbrières et al. (2000) et Poulain-Rehm (2003a)

3.4. Actionnariat des salariés non dirigeants

Dans le cadre d'une gouvernance actionnariale, l'actionnariat des dirigeants, à partir du système de rémunération par les stocks options, permet de réduire les conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants et limiter leurs comportements discrétionnaires afin de maximiser la richesse des actionnaires. Plusieurs critiques ont été adressées à la valeur actionnariale prenant en considération seulement les intérêts des actionnaires et la maximisation de leurs rentes (Blair, 1996) dans le processus de création de valeur. Selon Garvey et Swan (1994), « *la gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires, en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* ». Par conséquent, une nouvelle notion s'est développée celle de la gouvernance partenariale qui dépasse les actionnaires aux parties prenantes. L'objectif devient la création et la répartition de la valeur globale de la firme au profit des stakeholders et la recherche d'un équilibre entre les parties prenantes et principalement entre les apporteurs de capital humain et financier (Blair, 1995).

Selon la gouvernance partenariale, la firme est représentée comme un ensemble de contrats conclus entre les parties prenantes ou un ensemble d'investissement spécifique. Selon Poulain-Rehm (2000), l'investissement en capital humain est risqué et peut être exproprié par les parties prenantes inversement aux actionnaires qui réduisent le risque par une simple diversification. Caby et Hirigoyen (2001) montrent que « *dans la mesure où il n'est pas envisageable de supprimer le risque en garantissant aux employés la pérennité de la relation d'emploi, seule la rémunération du risque semble concevable, et ...les salariés sont des créanciers résiduels* ».

L'actionnariat permet d'encourager et de protéger les salariés disposant de deux statuts en tant qu'apporteurs du capital humain et financier. Il représente « *une association organique du salarié au sort de son employeur et de lui seul, avec les risques en même temps que les conséquences* » (Couret et Hirigoyen, 1990). En devenant actionnaires, les salariés exercent un contrôle sur les dirigeants (Fama, 1980) et « *compte tenu de l'auto contrôle et du contrôle mutuel qu'il favorise, cette pratique de l'actionnariat devrait favoriser l'allègement de la structure formelle de contrôle* » (Desbrières, 2000). L'actionnariat des salariés permet de réduire le comportement opportuniste des dirigeants, assurer la stabilité d'emploi⁷¹ et aligner leurs intérêts avec ceux des apporteurs de capitaux.

Dans le cadre d'une gouvernance partenariale, l'actionnariat des salariés prend en considération les apports de :

- La théorie d'agence où la firme est considérée comme un ensemble de contrat entre les parties prenantes (Jensen et Meckling, 1995).
- La théorie des coûts de transaction où les salariés sont exposés à un risque spécifique non diversifiable et représentant une piste favorable pour être exproprié par les actionnaires (Williamson, 1940).
- La théorie d'incomplétude des contrats (Hart et Moore, 1990).
- La théorie de Hill et Jones (1992) qui prend en considération l'ensemble des stakeholders dans le processus de création de valeur. Selon cette théorie, les salariés sont considérés comme des créanciers résiduels afin de les protéger contre les licenciements.
- La théorie de Blair (1996) portant sur la notion du créancier résiduel par la prise en considération de l'investissement spécifique en capital humain.
- La théorie de droit de propriété où les salariés actionnaires disposent des mêmes droits que les actionnaires propriétaires tels que le droit de vote en assemblée générale, le droit de participer aux conseils d'administration ou de surveillance (Desbrières, 1997).

⁷¹ Selon Roe (2001), l'actionnariat des salariés est élevé en France afin de limiter les licenciements inversement aux pays anglo-saxons où elle est promu afin de motiver les salariés.

3.4.1. Actionnariat des salariés : Comparaison internationale

Les travaux de Brillet et D’Arcimoles (2000) ont montré des divergences entre les pays (les Etats-Unis, la France et le Royaume-Uni) concernant les plans d’actionnariat des salariés. Aux Etats-Unis, ce système de participation est mis en place afin de motiver les salariés et les fidéliser inversement à la France où l’actionnariat des salariés permet de les protéger et modifier l’équilibre au profit des salariés et au détriment des actionnaires.

3.4.1.1. Actionnariat des salariés en France : Le cadre juridique

En France, la participation financière des salariés a été mise en place en 1959 à l’aide de deux ordonnances en 1967, l’une qui rend obligatoire la participation aux résultats des entreprises employant plus de 100 salariés et l’autre s’intéresse aux plans d’épargne d’entreprise. Les entreprises employant plus que 50 salariés et réalisant des bénéfices de l’année précédente sont obligées d’adopter un plan d’actionnariat des salariés. Ces derniers ont le droit d’accéder aux informations et participer aux décisions par l’intermédiaire de la fédération française des associations d’actionnaires salariés et anciens salariés (FAS)⁷².

En France, l’actionnariat des salariés s’est développé selon trois phases : Une phase initiale (1959-1970), des tentatives de recommencement (1970-1986) et la mise en place de nouveau système suite aux privatisations (à partir de 1986). L’évolution du système d’actionnariat des salariés est expliquée dans le tableau suivant :

Tableau 12 : Evolution de l’actionnariat des salariés en France

Les réglementations	Objectifs
Une phase initiale (1959-1970)	
L’ordonnance n°59-126 du 7 janvier 1959 : le premier texte législatif portant sur la participation financière.	Associer les salariés aux résultats de l’entreprise, suite à un accord collectif, par la distribution gratuite des actions.
L’ordonnance n° 67-693 du 17 août 1967 : Obligatoire pour les firmes employant plus de 100 salariés ⁷³ .	Participer les salariés aux résultats de l’entreprise.
L’ordonnance n° 67-694 du 17 août 1967 : portant sur les plans d’épargne d’entreprise (PEE).	Collecter l’épargne salariale en l’accordant un régime fiscal favorable.
Les tentatives de recommencement (1970-1986) : Le développement d’un actionnariat salarié dans les entreprises publiques	
La loi n° 70-11 du 2 janvier 1970 relatif au régime de l’actionnariat des salariés des usines Renault	Distribuer des actions gratuites aux personnels des entreprises selon le degré d’ancienneté et de

⁷² Cette association intervient en éditant une lettre d’information à l’attention des salariés actionnaires, organisent des réunions d’information, interviennent lors des assemblées générales et reçoivent des délégations pour le vote des résolutions.

⁷³ Cet effectif passait à 50 salariés depuis 1990.

	responsabilité.
La loi n° 73-8 du 4 janvier 1973 relatif à l'actionnariat des salariés des banques nationales et les entreprises nationales d'assurance.	Céder gratuitement les titres au personnel des banques et des assurances qui peuvent venir terme sur le marché financier et être acquis par des opérateurs.
La loi n° 73-9 du 4 janvier 1973 portant sur l'actionnariat des salariés des deux sociétés SNIAS ⁷⁴ et SNECMA ⁷⁵ .	Attribuer gratuitement des actions aux personnels ainsi que les faire participer aux résultats de l'entreprise. De même, l'Etat peut détenir une part du capital de ces entreprises.
Le développement de l'actionnariat salarié dans les entreprises privées	
La loi n° 70-1322 du 31 décembre 1970	Accorder aux personnels des sociétés des options sur actions (stock option) leurs permettant de lever des options lorsqu'ils constatent que le prix est supérieur à celui de l'offre.
La loi n° 73-1196 du 27 décembre 1973 portant sur les plans d'actionnariat des salariés.	Réserver les augmentations de capital aux salariés ou de leurs proposer l'achat en bourse de l'ensemble de leurs actions.
La loi n° 76-1232 du 29 décembre 1976 représente un don entre les propriétaires et les actionnaires. La loi n° 80-834 du 24 octobre 1980 relative à la distribution d'actions aux salariés des entreprises industrielles et commerciales.	Favoriser la transmission de l'entreprise aux salariés. Inciter les sociétés à distribuer des actions aux personnels à un seuil de 3% du capital.
La loi n° 84-578 du 9 juillet 1984 soutenant la reprise de la société par ses salariés (RES).	Permet le rachat de la société par leur personnel par la création d'une société holding
Actionnariat des salariés suite aux privatisations (1986-1994)	
La loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux privatisations.	Inciter les salariés des entreprises privatisées à devenir actionnaires ⁷⁶ .
L'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1986 relative à l'intéressement, à la participation des salariés aux résultats et à l'actionnariat des salariés.	Faire des plans d'épargne d'entreprise (PEE) de véritable actionnariat des salariés
La loi du 25 juillet 1994	Exige aux sociétés privatisées la présence d'un représentant des salariés actionnaires au conseil d'administration ou de surveillance.
La loi Fabius de Février 2001	Elargissement des plans d'épargne à travers la PRESV (plans partenarial d'épargne salariale volontaire) ainsi que les PEI (plans d'épargne interentreprises).
La loi du 21 août 2003	La constitution d'une épargne retraite qui prend deux formes celles de PERP (Plan d'Epargne Retraite Populaire) et PERCO (Plans d'Epargne pour la Retraite Collectif).
La loi du 26 juillet 2005	Elle impose à l'assemblée générale extraordinaire de proposer une résolution d'augmentation de capital lorsque les salariés détiennent moins de 3% du capital.
La loi du 30 décembre 2006	Elle permet d'attribuer des actions gratuites aux salariés dans la limite de 10% du capital social.

⁷⁴ La société nationale industrielle aérospatiale.

⁷⁵ La société nationale d'étude et de construction de moteurs d'aviation.

⁷⁶ En les accordant des rabais qui peuvent atteindre 20 % du prix de l'action, 10 % du montant des titres mis sur le marché sont réservés aux salariés... (Le SENAT).

3.4.1.2. Actionnariat des salariés aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, l'actionnariat des salariés s'est développé essentiellement par l'intermédiaire des :

- ❖ Employee Stock Ownership Plans (ESOP), plans d'actionnariat permettant aux salariés⁷⁷ de détenir des actions de leur entreprise⁷⁸ afin de bénéficier d'un revenu supplémentaire exonéré d'impôt (Brillet et D'Arcimoles, 2000). Aux Etats-Unis, les salariés détiennent entre 6 et 8% dans les entreprises cotées et 8 à 10% dans les sociétés non cotées et employant de 20 à 50 salariés.
- ❖ Les plans 401 (k) à titre facultatif, à partir du quel l'employeur crée un fond d'investissement permettant aux salariés d'investir une partie de leurs rémunérations dans les actions de l'entreprise⁷⁹. Ces versements sont exonérés d'impôts qu'avant la distribution des bénéfices (Brillet et D'Arcimoles, 2000).
- ❖ Les plans d'options sur actions (POA) sont utilisés par les employeurs afin de fidéliser et motiver les salariés (Brillet et D'Arcimoles, 2000).

3.4.1.3. Actionnariat des salariés au Royaume-Uni

Au Royaume Uni, l'actionnariat des salariés était qualifiée par :

- ❖ L'APS (Approved Profit Sharing) développé selon la loi de finances en 1978. A partir de ce plan, les salariés participent au capital et aux bénéfices de l'entreprise a travers l'acquisition d'un certains nombre d'actions qui seront conservés pendant deux ans et les salariés reçoivent par conséquent des dividendes exonérés d'impôts sans participer aux réunions des actionnaires.
- ❖ Les plans SAYE par les quels les salariés peuvent investir entre 5 et 250 livres en options d'actions leurs permettant d'acquérir les actions de la firme qui l'emploie à un prix inférieur de 80% du cours de l'action au moment où l'option est accordée (d'Arcimoles, 2002).

⁷⁷ Cette participation concerne les salariés âgés au moins vingt et un ans.

⁷⁸ Les entreprises de 20 à 500 salariés.

⁷⁹ Cette forme est adaptée que dans les grandes entreprises. Contrairement aux entreprises employant aux moins 200 salariés où que 2% des fonds sont investis en 401 K.

- ❖ Les plans CSOP : Ils sont considérés comme les plans les plus utilisés, ayant un caractère discriminatoire et les salariés actionnaires sont choisis par l'employeur.
- ❖ Les plans ESOP : Inversement aux Etats-Unis, ces plans sont moins utilisés au Royaume-Uni.

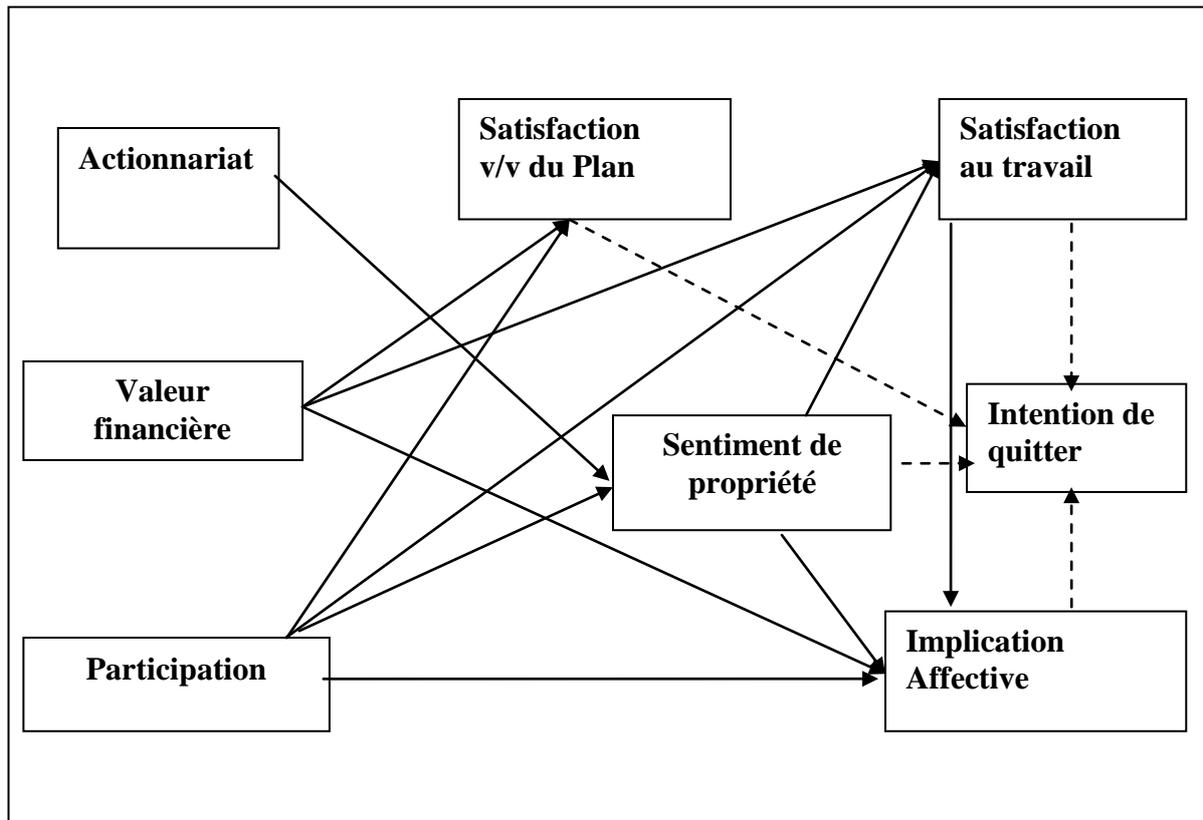
3.4.2. Comportements des actionnaires salariés

L'actionnariat des salariés favorise une meilleure gestion des firmes, un comportement plus éthique des dirigeants ainsi qu'une transparence vis-à-vis des salariés (Blasi et al., 2000). Il influence le comportement des salariés en développant un sentiment de confiance (Charreaux, 1998)⁸⁰ en limitant le comportement opportuniste des parties prenantes ainsi qu'une participation à la création de la valeur partenariale. Selon Desbrières (2002), l'actionnariat salarié « *relève de la volonté d'associer les salariés à la performance économique et financière de la firme et de stimuler leurs efforts grâce aux avantages fiscaux et sociaux qui y sont rattachés, dans la mesure où leur motivation et leur implication dépendent du lien existant entre cette performance et la richesse personnelle* ».

Pendleton et al. (2002) montrent que l'actionnariat influence l'attitude des salariés en développant un sentiment d'appartenance, de confiance et d'implication organisationnelle. De même, il réduit le taux d'absentéisme et l'intention de quitter l'entreprise. La relation entre l'actionnariat des salariés et leurs comportements est illustrée dans le graphique ci-dessous :

⁸⁰ La confiance « *apparaît comme un mécanisme particulier de régulation des différentes transactions qu'entretient l'entreprise avec ses différents partenaires* » (Charreaux, 1998).

Figure 1 : Relation entre AS et Attitudes/Comportements



-----> Relation négative
 —————> Relation positive

Source : Buchko A. (1992, 1993) et Pendleton (2002)

L'actionnariat salarié représente un mécanisme de protection des salariés permettant de converger les intérêts des apporteurs du capital humain et financier et peut être utilisé par les dirigeants comme un outil d'enracinement dans l'entreprise. Selon Desbrière (2002), les dirigeants peuvent utiliser certains mécanismes telles que les promotions, les augmentations de salaires, la stabilité de l'emploi ou en proposant des contrats de grande valeur de ceux proposés aux autres administrateurs afin d'attirer les salariés actionnaires et s'échapper du contrôle. De même, les gains de productivité réalisés grâce à l'actionnariat salarié peuvent être inférieurs aux coûts d'adoption de ce dispositif ce qui réduit les effets positifs de l'actionnariat salarié.

3.4.3. Actionnariat des salariés et performance des entreprises

Les différents modes de participation financière (intéressement, participation, régime d'actionnariat ou de participation au capital...) influencent la performance des firmes en

développant un comportement de confiance et d'appartenance chez les salariés. L'actionnariat des salariés permet de réduire le degré d'expropriation et facilite l'accès aux informations décisionnelles à travers la participation des salariés aux conseils d'administration ou de surveillance. Selon Hirigoyen (1997) l'actionnariat est « *la seule vraiment intéressante puisqu'elle aboutit au cumul sur une même tête de deux qualités différentes : la qualité d'employé d'entreprise, caractérisé par un lien de dépendance, et celle de propriétaire d'une fraction du capital d'affaire* ».

L'actionnariat salarié permet aux personnels de participer à l'augmentation de la performance de la firme à travers une meilleure coopération entre salariés (Weitzman et Kurse, 1999) et la répartition de la valeur ajoutée se fait au profit des différentes parties prenantes (Charreaux, 1995). L'actionnariat des salariés joue un rôle important dans la création de valeur partenariale et incite les salariés à agir dans l'intérêt commun (Hammer et Stern, 1980). De même, il constitue un moyen efficace anti OPA où certaines entreprises optent pour l'actionnariat salarié afin de se protéger contre les OPA (Perotte, 2004).

3.4.3.1. Actionnariat des salariés et performance financière

L'actionnariat salarié qualifié par une séparation entre la fonction décision et propriété influence la performance des firmes. La majorité des travaux conclut une relation positive entre la part de capital détenu par les salariés et la performance des firmes. En effet, les firmes adoptant un plan d'actionnariat salarié enregistrent une amélioration de leurs performances (au niveau de la productivité) (Brillet et d'Arcimoles, 2002). Les études de Blasi et al. (1995) montrent que l'AS représente un moyen de financement efficace qui permet de stabiliser le capital et transmet un signal positif vers les marchés financiers. Selon Pugh et al. (2000), les salariés actionnaires, disposant de certains droits tels que le droit de vote, la participation aux décisions, etc., exercent un contrôle sur les dirigeants afin que ces derniers agissent dans l'objectif de la maximisation de la richesse des actionnaires d'où l'amélioration de la performance financière des firmes.

Inversement, l'étude de Dondi (1992) montre, sur la base d'un échantillon de firmes françaises, que les entreprises, qui distribuent un part important de capital aux salariés, enregistrent une performance inférieure à celles n'ayant pas adopté ce système. De même, Charreaux et Desbrières (1997) montrent que les firmes optant pour des plans d'actionnariat des salariés sont moins rentables que celles qui ont pratiqué une ouverture modeste du capital.

De même, les auteurs concluent une meilleure performance financière dans les entreprises adoptant un système d'intéressement ou de participation financière par rapport à l'actionnariat des salariés (Charreaux et Desbrières, 1997). En effet, la présence des salariés dans le conseil d'administration diminue l'effet positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise (Hollandts et al., 2008).

Sahut et Gharbi (2006) testent la relation entre la présence d'actionnaires salariés et la performance de 110 sociétés de SBF 120 pour la période 2003-2005. Les auteurs mesurent l'actionnariat salarié par la part de capital détenue par les salariés et la performance des firmes par la rentabilité des capitaux propres (ROE) et la rentabilité des actifs (ROA). Les auteurs concluent à l'absence de lien entre l'actionnariat des salariés et la performance financière.

3.4.3.2. Actionnariat des salariés et performance boursière

Plusieurs études (Chang, 1990 ; Davidson et Worell, 1994 et Conte et al., 1995) montrent que l'actionnariat des salariés influence positivement l'évolution des cours boursiers. En étudiant la relation entre la part de capital détenue par les salariés et la performance boursière de 382 entreprises, Mehran (1999) montre que 60% des entreprises enregistrent une amélioration des cours boursiers après l'annonce des plans d'ESOP. De même, les sociétés réservant une part de capital aux salariés enregistrent une performance plus élevée (26,1%) que les entreprises sans ESOP (19,2%). Plusieurs critiques ont été adressées aux résultats montrant des effets positifs de l'actionnariat des salariés sur les cours boursiers. Selon Chang (1990), les firmes menacées par les OPA enregistrent un effet négatif pendant les périodes suivantes.

Inversement, l'étude de Trébucq (2002), testant la relation entre l'actionnariat salarié et la performance boursière de 109 entreprises familiales du SBF 250, contredit l'hypothèse d'un impact positif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale. L'auteur montre que, dans ces entreprises, l'actionnariat salarié représente un mécanisme d'enracinement familial et n'affecte pas la richesse des actionnaires.

Les travaux de Poulain-Rehm (2007), portant sur la politique d'actionnariat des salariés (mesurée par l'indice de l'actionnariat salarié) dans les sociétés du SBF 250 et la création de valeur actionnariale, ne corroborent pas les résultats précédents. Les auteurs ne concluent aucun lien entre l'actionnariat des salariés et la richesse des actionnaires. De même,

Desbrières (2002) montre que l'ouverture de capital aux salariés n'affecte pas le cours de bourse des actions.

L'étude de Caramelli et al. (2007) montre une relation de causalité entre la performance des firmes et l'actionnariat des salariés. Ils concluent que les entreprises performantes ont tendance à accorder un part de capital au profit des salariés et évitent ces plans lorsque leurs cours de bourse baissent.

3.4.3.3. Actionnariat des salariés et création de valeur

Les actionnaires salariés reçoivent une rémunération supplémentaire afin de compenser la faible évolution des salaires sans alourdir la masse salariale. L'actionnariat des salariés joue un rôle important dans la création de valeur partenariale et incite les salariés à agir dans l'intérêt commun (Hammer et Stern, 1980). Sur la base d'un échantillon de 102 entreprises, Scharf (1998) conclut une augmentation des rémunérations dans les entreprises dotées d'un plan ESOP (Brillet et d'Arcimoles, 2002).

L'étude de Trébucq (2002), portant sur l'impact de l'actionnariat salarié sur la création de valeur dans les entreprises familiales, ne confirme pas l'hypothèse d'un impact positif de l'actionnariat salarié sur la répartition de la valeur ajoutée entre les stakeholders (actionnaires, salariés, créanciers, Etat). De même, Poulain-Rehm (2007) étudie l'effet de l'actionnariat salarié (mesuré par le pourcentage de capital détenu par les salariés ou par le rapport entre le nombre des salariés actionnaires et l'effectif total) sur la création de valeur partenariale mesurée par la différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources (Charreaux et Desbrières, 1997). La valeur créée par l'entreprise est distribuée aux différentes parties prenantes (les salariés, les prêteurs, l'Etat et les actionnaires)⁸¹.

Les résultats des régressions montrent que l'actionnariat des salariés n'affecte pas la répartition de la valeur ajoutée. De ce fait, la participation des salariés aux instances décisionnelles n'influence pas la part des rémunérations dans la valeur ajoutée. Par

⁸¹ La part de valeur réservée aux salariés est mesurée par les charges de personnel et la participation des salariés aux bénéfices. La richesse des créanciers, a été mesurée la part de la valeur ajoutée consacrée au paiement des charges d'intérêt et assimilés. L'Etat reçoit une part de la valeur ajoutée sous forme d'impôts, taxes et versements assimilés et de l'impôt sur les bénéfices. Enfin, la part de richesse revenant aux actionnaires a été mesurée par la part de la valeur ajoutée versée sous forme de dividendes aux actionnaires.

conséquent, l'actionnariat des salariés ne réduit pas les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les salariés.

H9 : L'actionnariat salarié exerce un effet positif aussi bien sur la richesse des actionnaires que sur la richesse des salariés.

3.5. Formation professionnelle des salariés

La formation professionnelle représente la troisième catégorie des coûts salariaux en plus des salaires et traitements et les cotisations salariales à la charge de l'employeur (Eyraud, 2003). Elle représente un processus d'apprentissage permettant d'acquérir des connaissances et du savoir faire nécessaires afin d'exercer une activité professionnelle. Elle permet d'adapter les salariés aux changements techniques et des conditions de travail et favoriser la promotion sociale par l'accès à des niveaux supérieurs de qualification.

La formation des salariés représente un moyen utilisé par l'employeur afin de « *fidéliser le personnel* » qui s'engage à rester pendant une période déterminée au service de l'employeur qui a pris en charge la formation. Les pratiques des entreprises en termes de gestion des ressources humaines portant sur la sélection, l'évaluation, la formation et la rémunération constituent des mécanismes de motivation des salariés à atteindre les objectifs de l'entreprise (Cheffi et al. 2005). Selon Grisé et al. (1997), « *les pratiques de gestion des ressources humaines jouent un rôle déterminant dans l'obtention d'un avantage concurrentiel à travers le développement d'un réservoir de capital humain de qualité et la mise en œuvre de pratiques de mobilisation des ressources humaines* ».

3.5.1. Formation des salariés en France

En France, la formation professionnelle constitue « *une obligation nationale, elle comprend une formation initiale et des formations ultérieures destinées aux adultes et aux jeunes déjà engagés dans la vie active ou qui s'y engagent. Ces formations ultérieures constituent la formation professionnelle continue* » (art. L. 900-1, al. 1). Cette formation doit « *permettre l'adaptation des travailleurs au changement des techniques et des conditions de travail, favoriser leur promotion sociale par l'accès aux différents niveaux de la culture et de la qualification professionnelle et leur contribution au développement culturel, économique et social* » (art. L. 900-1, al. 2). De ce fait, tout travailleur disposera du droit à la qualification professionnelle.

En France, l'accord interprofessionnel du 9 juillet 1970 portait sur « *la formation et le perfectionnement professionnel* » où les salariés disposent du droit de suivre une formation professionnelle engagé par l'entreprise ou suite à un congé individuel de formation (pris en charge par le salarié). La loi du 4 juillet 1990 porte sur la qualité de la formation, le droit à la qualification par l'intermédiaire des crédits de formations et la collection des fonds afin de

financer la formation continue. La loi du 4 mai 2004 porte sur l'importance de la formation professionnelle dans le processus d'insertion et de réinsertion des salariés dans l'objectif d'amélioration des compétences des salariés et la participation au développement de l'entreprise.

La décision d'adoption des plans de formation professionnelle résulte d'un accord entre les syndicats et les organisations patronales « *sur ses objectifs, ses moyens, la nature des actions de formations et de leur ordre de priorité ainsi que la reconnaissance des qualifications acquises* » (art. L. 933-2) et le droit de formation des salariés les moins qualifiés et des femmes. L'entreprise finance les programmes de formation après la consultation du comité d'entreprise sur tout ce qui concerne « *les orientations de la formation professionnelle dans l'entreprise en fonction des perspectives économiques et de l'évolution de l'emploi, des investissements et des technologies dans l'entreprise* » (art. L. 933-1). Ce financement peut être direct ou l'entreprise peut faire appel à un intermédiaire de formation en effectuant des versements aux organismes collecteurs⁸².

Autres que les programmes de formations engagés par l'entreprise, le salarié, bénéficiant de certaines conditions d'ancienneté, a le droit à un congé individuel afin de suivre une formation à caractère professionnel, culturel ou social. Les représentants du personnel jouent un rôle important dans les programmes de formation limité au niveau du congé individuel de formation et le comité d'entreprise peut intervenir afin de négocier avec l'employeur la période du congé.

3.5.2. Formation des salariés et performance des firmes

La gestion des ressources humaines influence les compétences, la motivation et le comportement des salariés et participe à l'augmentation de la productivité, du chiffre d'affaire...Selon la théorie du capital humain, les dépenses dans la formation initiale, l'expérience professionnelle ou la formation en entreprise (ou formation continue) influencent positivement les comportements des individus et améliorent la performance individuelle et globale de l'entreprise (Allouche et al., 2004). Plusieurs études anglo-saxonnes (Bartel, 1995 ; Black et Lynch, 1996, 1997 ; Barrett et al., 2001 et Bassi et al., 2002) se sont intéressées à la

⁸² Par exemple les Fonds d'assurance formation (FAF), les organismes collecteurs agréés (OCA), les organismes agréés au titre de financement du congé individuel de formation (OPACIF, FONGECIF, AGECEF), les organismes agréés pour le financement de la formation en alternance (organismes mutuellisateurs agréés, OMA).

relation entre la formation professionnelle et la performance des firmes et montrent un effet positif. Inversement, la rareté des études françaises (D'Arcimoles, 1995) est expliquée par la difficulté de rapprocher des facteurs d'ordre sociaux à des indicateurs de performance.

Afin de tester l'impact de la formation professionnelle sur la performance financière, Huselid (1995) a utilisé certaines variables tels que « *la sélection du personnel, le système de rémunération, l'évaluation du comportement, le partage des informations, la valorisation de l'attitude, la participation des ressources humaines au management, l'intensité des efforts de recrutement, le nombre moyen d'heures de formation par employé par an et les critères de promotion* ». Sur la base d'un échantillon de 968 entreprises, l'auteur crée un indice composé de ces variables afin de classer les firmes sur une échelle allant d'une utilisation nulle de ces pratiques de ressources humaines à une utilisation intensive. Les résultats obtenus montrent un effet positif de ces pratiques sur la performance économique mesurée par le niveau de productivité et des ventes par salarié et la performance financière.

Dans une étude plus récente, Good et Georges (2003) étudient la relation entre la performance sociale portant sur 7 chapitres d'ordre sociaux, la politique de rémunération, la politique de formation⁸³ et la performance des firmes en se basant sur les bilans sociaux des entreprises françaises⁸⁴. Afin de mesurer la performance comptable et boursière des firmes, les auteurs utilisent des indicateurs tels que : le ratio résultat sur capitaux propres, le ratio résultat sur total des actifs, le taux de marge d'exploitation, le ratio cash-flow sur total des actifs, le ratio cash-flow sur capitaux propres, la capitalisation boursière, le taux de croissance du résultat par action, le taux de croissance du cours de l'action sur 2 et 5 ans et le taux de croissance du ratio résultat sur capitaux propres. Les résultats des régressions ne confirment

⁸³ Les informations portent sur « *l'emploi (effectifs, travailleurs extérieurs, embauches, départs, chômage et absentéisme), les rémunérations et les charges accessoires (la masse salariale, la hiérarchie des rémunérations, les charges accessoires, la charge salariale et la participation financière), les conditions d'hygiène et de sécurité (les accidents du travail et de trajet, les maladies professionnelles et les dépenses de sécurité). De même, les auteurs étudient la durée du travail, son aménagement horaire, son organisation et les dépenses d'amélioration de ses conditions, la formation (le pourcentage de la masse salariale consacré à la formation continue, le nombre de stagiaires, le nombre d'heures de stage, les congés formation), les relations professionnelles (la composition du comité central d'entreprise, le nombre de ses réunions, les dates et les objets des accords), les autres conditions de vie relevant de l'entreprise : les œuvres sociales et le coût des autres prestations complémentaires* » (Good et Georges, 2003).

⁸⁴ La loi du 12 juillet 1977 oblige toute entreprise de plus de 300 salariés d'établir un bilan social de le soumettre à la disposition au comité d'entreprise. Ses objectifs sont d'améliorer le système d'informations sociales envers les différents acteurs (salariés et syndicats), de planifier la gestion des ressources humaines, de favoriser le dialogue) et de servir d'instruments de repérage et d'alerte pour les observateurs externes ainsi que d'éléments de réflexion pour les acteurs internes (Comhaire et Dendauw, 1998).

aucun lien significatif entre le climat social et la performance de l'entreprise à cause de la difficulté de mesurer le climat social. Inversement, les auteurs concluent un effet positif et significatif de la politique de rémunération et la formation professionnelle des salariés sur la performance économique et financière.

En étudiant un échantillon des firmes françaises dans différents secteurs d'activités, D'Arcimoles (1995) montre un effet positif des dépenses de formation sur la rentabilité économique et financière. De même, Bassi et al. (2002), sur la base d'un échantillon d'entreprises américaines, concluent à une relation positive entre la formation des salariés et la rentabilité des capitaux propres.

La formation professionnelle affecte positivement la création de valeur au profit des différentes parties prenantes et principalement les clients, les actionnaires et le personnel. Selon Dennery (2004), la formation professionnelle contribue à la création et le développement de la valeur globale de l'entreprise. Cette idée est confirmée par l'étude de Tahir (2004) montrant que les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur.

H10 : la formation professionnelle influence positivement la richesse des salariés et celle des actionnaires.

Dans un contexte plus spécifique concernant la formation professionnelle des dirigeants, Eliasson (1990) suggère que la formation interne des dirigeants réduit l'asymétrie d'information et contribue à une création de richesse au profit des actionnaires. L'auteur montre que la formation des dirigeants prend en considération l'intérêt des actionnaires et celui des autres parties prenantes comme les salariés et les fournisseurs dans la création de valeur pour l'entreprise (Cannella, 1995).

La relation entre les différentes pratiques de gestion de ressources humaines en termes d'actionnariat des salariés, de formation professionnelle...et la performance des firmes a été testée dans plusieurs travaux dont on cite les principaux dans le tableau suivant :

Tableau 13 : Études sur le lien entre les pratiques de ressources humaines et la performance de l'entreprise

Thème	Auteurs	Résultats
Relation entre le système de partage des profits et la productivité des salariés	Fitzroy et Kraft (1987), Hanlon et Taylor (1991), Kruse (1987), Cable et Wilson (1989), Wadhvani et Wall (1990), Vaughan-Whitehead (1992), Cahuc et Dormont (1993), Fakhfakh (1994)	Relation positive
Relation entre l'actionnariat salarié et la productivité des salariés	Kruse (1987), Vaughan Whitehead (1992), Dondi (1992), Fakhfakh (1994)	Relation mitigée
Relation entre l'intéressement et le turnover et l'absentéisme	Fitzroy et Kraft (1987), Wilson et Peel (1991), Vaughan-Whitehead (1992), Fakhfakh (1994)	Relation négative
Relation entre la participation des salariés dans les décisions relatives au travail et la productivité	Cotton et al. (1988)	Relation mitigée selon le type de participation
Relation entre l'enrichissement du travail et la productivité, la qualité du travail, l'absentéisme et le turnover	Kopelman (1985), McEvoy et Cascio (1985), Greene (1981), Janson (1979), Franck et Hackman (1975), Lawlet et al. (1973), Davis (1957)	Relation mitigée
Relation entre la formation du personnel et la productivité, la rentabilité comptable et économique	Bartel (1994), D'Arcimoles (1996)	Relation positive
Relation entre le partage de l'information et la productivité, la rentabilité, les profits, le cash flow et les coûts du travail	Kleiner et Bouillon (1988) ; Morishima (1991)	Relation mitigée
Relation entre les programmes destinés à améliorer la communication entre employés et employeurs et la productivité, la qualité des produits	Katz et al. (1985)	Relation non significative
Relation entre les différentes valeurs du système de valeurs de l'entreprise et la rentabilité	Calori et al. (1989)	Relation mitigée selon la valeur retenue
Relation entre les dimensions de la culture organisationnelle et la rentabilité des actifs et commerciale	Denison (1984)	Relation positive

Source : Barraud D., (1999).

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons présenté les différents droits accordés aux salariés pouvant affecter la création de valeur partenariale ainsi que la richesse des actionnaires. L'objectif de ce chapitre est de vérifier si les droits accordés aux salariés se font au profit de ces derniers et au détriment des actionnaires.

En premier lieu, nous avons mis en évidence le rôle des sociales démocraties dans la protection des salariés dans un contexte international ainsi que les droits des parties prenantes figurant dans les rapports OCDE.

Au second lieu, nous avons examiné les droits accordés aux salariés lors d'une participation à la gestion de l'entreprise. Cette participation prend la forme d'une représentation des salariés dans le conseil d'administration ou de surveillance et dans l'entreprise. Cette représentation peut être assurée par l'intermédiaire du comité d'entreprise, des délégués du personnel, du comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail et des délégués syndicaux. Nous nous attendons à ce que cette représentation protège les salariés et contribue à une amélioration de leurs richesses au détriment des intérêts des actionnaires.

En dernier lieu, nous avons présenté les systèmes de participation et principalement l'actionnariat des salariés qui permet de réduire les conflits d'intérêts entre les apporteurs du capital humain et financier. Nous nous attendons à ce que l'actionnariat salarié influence positivement la répartition de la valeur ajoutée. De même, nous avons examiné le droit des salariés à la formation professionnelle et son impact sur la performance des firmes.

Le prochain chapitre est consacré à présenter l'évolution du statut actionnarial et partenarial, la notion de création de valeur actionnariale et partenariale ainsi qu'à leurs mesures. Par la suite, nous nous intéressons à l'effet de la réduction des effectifs et la richesse des actionnaires selon des études françaises et anglo-saxonnes.

**CHAPITRE 3 : RELATION ACTIONNAIRES/
SALARIES ET TRANSFERT DE RICHESSE**

Introduction

La notion de valeur créée ne se limite pas à la seule relation qui lie la firme et les actionnaires ainsi qu'à l'influence du contrôle exercé par ces derniers sur les dirigeants. Cependant, un nouveau concept s'est développé celui de la création de valeur partenariale fondé sur une approche pluraliste de la firme (Albert, 1991 ; Blair 1995 ; Yoshimori, 1995) qui s'oppose à celle moniste où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération.

Ce chapitre est composé de trois sections. Dans la première section, nous nous intéressons à l'évolution du statut actionnarial et partenarial, la notion de création de valeur actionnariale et partenariale ainsi qu'à leurs mesures. Dans la deuxième section, nous présentons le partage de la valeur ajoutée entre les parties prenantes, principalement les actionnaires, les salariés et les créanciers ainsi que les conflits d'intérêts. Enfin, la dernière section porte sur les différents droits accordés aux salariés afin d'assurer la stabilité de l'emploi et limiter les licenciements ainsi que leur impact sur la performance des firmes.

Section 1 : Statut actionnarial et partenarial

La montée en puissance des investisseurs institutionnels ainsi que le rôle important des marchés financiers ont accordé certains droits aux actionnaires dans l'entreprise. Dans cette section, nous présentons d'un côté l'évolution historique des deux statuts actionnarial et salarial et d'un autre côté le renforcement du pouvoir actionnarial suite à la détérioration du rapport salarial dans le contexte d'une relation conflictuelle entre les actionnaires et les salariés ou capital/travail sur la répartition de la valeur ajoutée (Rebérioux, 2005).

1.1. Evolution historique des deux statuts actionnarial et partenarial

Le fordisme a évolué aux Etats-Unis, il repose sur l'organisation du travail qui sépare les tâches de conception et d'exécution. Il représente un mode de développement de l'entreprise inspiré du taylorisme. Le but est de développer des marchés internes de travail afin de stabiliser la relation de travail, accroître la productivité et la production de l'entreprise. Il accorde aux salariés des droits collectifs⁸⁵ en leur assurant une protection à travers l'insertion au travail, la stabilité des emplois (Gaudu, 1996).

Le fordisme se base sur plusieurs principes tels que la division du travail en une division verticale, la standardisation, l'augmentation du pouvoir d'achat. Ces principes contribuent à un meilleur contrôle par la direction du travail ouvrier ainsi qu'une amélioration de la production et de la productivité et une baisse du coût de production.

Aux Etats-Unis, dans le cadre du National Labor Relations Act (NLRA) de 1935, la négociation collective d'entreprise a assuré une régulation des marchés internes. De même, en France, autre que le principe de négociation, s'est développée la représentation collective où les salariés occupent une place prépondérante dans le système de gouvernance des entreprises. Ces derniers disposent d'un droit à l'information, à la consultation ainsi qu'à la représentation par des comités d'entreprise (Rebérioux, 2002).

Le modèle fordiste permet d'assurer une protection aux salariés contre les risques d'expropriation et la perte d'emploi liée à l'activité économique à travers le pouvoir de négociation et le principe de représentation collective. Selon Supiot (1994), le droit de travail en France est défini comme « *l'invention du collectif et de ses corrélats-les droits*

⁸⁵ Tels que les « libertés individuelles d'agir collectivement ».

collectifs, les libertés collectives, la négociation et les conventions collectives -qui a permis de sortir des impasses de la soumission volontaire, et de définir un droit où la subordination et la liberté pouvaient faire bon ménage ».

Les années 1960 étaient qualifiées par la montée en puissance des investisseurs institutionnels et le développement des marchés financiers. Plusieurs règles légales assurent la protection des actionnaires contre l'expropriation auprès des dirigeants tels que le droit boursier et le droit des sociétés. Ces derniers représentent des mécanismes efficaces dans le contrôle des dirigeants, la protection des actionnaires ainsi qu'au niveau de transparence des marchés financiers. Les principes de gouvernement d'entreprise, le droit boursier et le droit des sociétés accordent aux actionnaires certains droits tels que le droit d'accès aux informations décisionnelles portant sur la situation financière et la stratégie de l'entreprise.

De même, la théorie d'agence s'intéresse aux conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants ainsi qu'aux différents mécanismes permettant de les résoudre tels que le système de rémunération, le marché de travail... Ces mécanismes permettent de protéger les actionnaires et renforcer le statut actionnarial.

Une comparaison internationale portant sur le niveau de protection accordé aux actionnaires minoritaires montre des disparités entre les pays. L'Allemagne est caractérisée par une faible protection des actionnaires, des règles limitées portant sur la divulgation des informations et le délit d'initié et des marchés financiers peu développés. Aux Etats-Unis, les actionnaires minoritaires disposent du droit de vote, le droit d'accès aux informations, le droit de contrôler les décisions des dirigeants. En France, différentes réglementations assurent la protection des actionnaires en favorisant une meilleure divulgation des informations ainsi que le droit de vote.

Dans ce cas, les actionnaires, considérés comme les créanciers résiduels de l'entreprise, cherchent à maximiser leurs richesses au détriment des salariés qui encourent un risque spécifique non diversifiable (Williamson, 1996). Par conséquent, une nouvelle conception du gouvernement d'entreprise s'est développée afin de protéger les salariés et assurer une meilleure répartition de la richesse créée entre les différentes parties prenantes.

La théorie de l'agence définit une firme comme « *une fiction légale utilisée comme une coquille vide permettant d'accueillir l'ensemble des relations contractuelles entre individus* ». Cette représentation contractuelle montre que la firme est un nœud de contrats

entre les différents stakeholders, actionnaires, mais également, créanciers, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, pouvoirs publics, etc., ou celle selon laquelle, la firme constitue un jeu coopératif entre les différentes parties prenantes (Aoki, 1984). De ce fait, une nouvelle conception s'est développée celle de la vision pluraliste de la firme (Albert, 1991) qui prend en considération les intérêts des apporteurs du capital humain et financier dans la création et la répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes⁸⁶.

La gouvernance partenariale permet de protéger les salariés contre tout type d'expropriation et principalement garantir une meilleure répartition de la valeur ajoutée. De ce fait, les différents partenaires de la firme contribuant à la création de richesse sont pris en considération dans la distribution de la valeur ajoutée. Dans ce cadre, la valeur partenariale est basée sur la notion de valeur créée non seulement avec les actionnaires mais elle représente la rente créée avec les différents stakeholders. Selon Brandenburger et Stuart (1996), la valeur partenariale est mesurée par la différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources.

Différents travaux ont montré que des conflits d'intérêts naissent lors de la répartition de la valeur ajoutée et chacun des parties procède à augmenter sa part au détriment des autres. Selon Sentis (1998), cette richesse est partagée entre les différentes parties prenantes : les salariés qui ont fourni le travail nécessaire à la production, les actionnaires et les créanciers qui ont fourni le capital nécessaire à la production, l'Etat qui prélève des impôts afin de financer les dépenses publiques.

Lors du processus de répartition de richesse, chacun des parties prenantes préfère une augmentation de sa part au détriment des autres. Les salariés, qui ont contribué à l'augmentation de la productivité, réclament une augmentation de salaire ou une participation aux bénéfices. De même, les actionnaires, apporteurs du capital financier, désirent un niveau de dividende élevé afin de rémunérer le risque financier. D'un autre côté, les créanciers souhaitent le remboursement de leurs crédits avec des taux d'intérêt plus élevés alors que l'entreprise préfère diminuer les bénéfices distribués afin de financer de nouveaux investissements.

Afin de réduire les différents conflits, les dirigeants agissent afin de modifier la

⁸⁶ La création de valeur n'est pas basée seulement sur l'apport financier.

répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes. Puisque la part de richesse dans la valeur ajoutée allouée aux actionnaires ne peut pas être modifiée⁸⁷, les dirigeants procèdent à la réduction de la richesse des autres parties prenantes. Les dirigeants seront incapables de réduire la richesse des créanciers vu que cette dernière est fixée dans les contrats. Par conséquent, ils réduisent la richesse attribuée aux salariés en optant à la détérioration du rapport salarial par la réduction des effectifs puisque la réduction des salaires est illégale, par exemple en France (Sentis, 1998). De ce fait, une création de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

Suite aux différents conflits entre le rapport capital et travail sur la répartition de la valeur ajoutée, les études de Reberrioux (2005) montrent que la déstabilisation du rapport salarial et la création de valeur au profit des actionnaires est fortement liée à la vague massive des licenciements des salariés.

La gouvernance partenariale prend en considération les salariés en tant que partie prenante dans la répartition de la valeur créée. De ce fait, plusieurs mécanismes sont mis en place afin de protéger les salariés. Blair (1997) propose l'actionnariat des salariés les considérant comme des créanciers résiduels : *« La rémunération des employés par des actions des entreprises peut fournir un mécanisme destiné à encourager et à protéger les investissements en capital humain spécifique. La détention d'actions par les salariés fonctionne comme une sorte d'otage permettant de crédibiliser la promesse des firmes de partager les rentes. L'actionnariat des salariés les confère certains droits de contrôle et aligne les intérêts des employés et des détenteurs externes d'actions. En outre, si les créances sur les actions se substituent à la prime salariale induite par le capital humain spécifique à la firme, les salaires refléteront plus étroitement le coût d'opportunité et enverront un signal économique correct aux décideurs de la firme pour guider les embauches et les licenciements »*.

L'actionnariat des salariés contribue à une maximisation de la valeur totale de la firme et crée un équilibre entre les apporteurs du capital humain et financier. Par conséquent, les salariés, considérés comme des créanciers résiduels, reçoivent une rémunération supplémentaire afin de compenser le risque lié au capital humain spécifique.

⁸⁷ Les dirigeants sont nommés par les actionnaires.

1.2. Valeur actionnariale versus valeur partenariale

A l'heure actuelle, de nouvelles théories contestent la vision moniste de la firme ayant comme objectif la maximisation de la valeur actionnariale. Inversement, la vision pluraliste s'intéresse à la création de la valeur totale de l'entreprise au profit de l'ensemble des parties prenantes et non seulement à l'égard des actionnaires, d'où le passage d'une « *gouvernance d'agence* » à une « *gouvernance de partenariat* » afin de créer un équilibre entre les actionnaires et les salariés (Hirigoyen, 1997).

1.2.1. Passage de la valeur actionnariale vers la valeur partenariale

Selon la théorie traditionnelle de la création de valeur au profit des actionnaires, Stewart (1994) montre que « *La finance d'entreprise et la théorie microéconomique nous indiquent que le premier objectif financier est de maximiser la richesse des actionnaires. Cet objectif ne sert pas simplement les intérêts des propriétaires de l'entreprise, c'est aussi la règle qui permet de s'assurer que les ressources limitées de toutes sortes sont allouées, gérées et déployées de façon aussi efficace que possible ce qui dès lors maximise la richesse au sens large* ». Cette vision moniste néglige les autres parties prenantes dans le processus de création et de partage de la valeur ajoutée.

De ce fait, une nouvelle conception s'est développée celle de la gouvernance partenariale où les intérêts des parties prenantes, notamment, les salariés sont pris en considération dans la répartition de la valeur ajoutée. Selon Garvey et Swan (1994), « *La gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires, en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération (...). En effet, c'est seulement lorsque les contrats sont incomplets que les problèmes de gouvernance deviennent intéressants mais, en conséquence, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* ».

Selon Charreaux (1997) « *l'assimilation de la notion d'efficacité à celle de la création de valeur pour les actionnaires suppose des conditions encore plus strictes, notamment qu'ils soient les propriétaires exclusifs de la firme, en définissant la propriété de la firme comme la détention simultanée des droits de contrôle résiduels et des droits à l'appropriation des gains résiduels. Sous cette hypothèse, les actionnaires supportent l'intégralité des conséquences des décisions prises et il est équivalent de maximiser la*

valeur totale de la firme ou la valeur pour les actionnaires, seuls créanciers résiduels. Cependant, avec cette définition de la propriété, l'identification des propriétaires devient complexe, par exemple, les actionnaires, notamment ceux des grandes sociétés cotées de type managérial qui ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels, ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété ».

1.2.2. Mesures de la valeur actionnariale

La valeur actionnariale représente la valeur créée par l'entreprise au profit de ses actionnaires. Il y a création de valeur actionnariale lorsque le rendement des capitaux investis est supérieur au coût des capitaux de l'entreprise. Selon la théorie traditionnelle, les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires afin de maximiser la valeur de leurs actions. Cette conception néglige la relation avec les autres parties prenantes et, notamment les salariés. En se référant aux critères de la VAN et de l'EVA, il y aura création de valeur si la rentabilité économique des investissements est supérieure au coût moyen pondéré du capital.

Williamson (1938) définit la valeur actionnariale comme « *la valeur présente de tous les flux financiers espérés que cet actif générera. Ce qui signifie que la valeur d'un actif dépend non pas du coût d'acquisition antérieur de celui-ci ou encore des bénéfices qu'il a pu procurer dans le passé, mais plutôt de ces attributs monétaires futurs, autrement dit, des consommations futures secrétées par l'actif. Plus précisément, il est nécessaire que la consommation future soit au moins égale à celle dont on se prive aujourd'hui plus une prime pour avoir différé cette consommation. Cette prime sera d'autant plus forte que la consommation aura été retardée* ».

Selon Charreaux (1998), plusieurs indicateurs sont utilisés afin de mesurer la création de valeur pour les actionnaires dont on cite :

1.2.2.1. Economic Value Added » ou EVA

EVA, la valeur ajoutée économique, représente les flux de liquidités qui peuvent être distribuées. Elle est définie comme la différence entre le résultat économique après impôt et le coût des capitaux investis par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers financiers) (Charreaux, 1998), c'est à dire :

$$EVA = K_a \cdot VC - CMP \cdot VC = (K_a - CMP) \cdot VCB$$

Avec K_a le taux de rentabilité économique (résultat économique après impôt / actif économique), VC la valeur comptable des capitaux et CMP le coût moyen pondéré du capital.

Il ya création de valeur lorsque le résultat économique après impôt est supérieur au coût des capitaux investis par les investisseurs financiers. Une EVA positive signifie qu'il y'a eu création de valeur pour l'actionnaire et une EVA négative signifie qu'il y'a eu destruction de valeur.

« L'EVA représente un mécanisme permettant d'encourager les salariés à agir dans l'intérêt de maximisation de la valeur actionnariale lorsqu'elle est accompagnée d'un système de participation financière ».

1.2.2.2. Méthode de la « Market-Value-Added » ou MVA

La MVA, la valeur ajoutée de marché (Market Value Added) est définie comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (capitaux propres et dettes financières) et la valeur comptable de ces mêmes capitaux VC, c'est à dire :

$$MVA = VM - VC.$$

Contrairement à l'EVA qui ne tient en considération que la rente secrétée dans une période, la MVA tient compte implicitement de l'ensemble des rentes anticipées par l'entreprise depuis sa date de création jusqu'au jour où elle est calculée. Elle représente la valeur actuelle des EVA futures espérées de l'entreprise.

La MVA, l'EVA et la VAN montrent qu'il y a création de valeur actionnariale lorsque la rentabilité des fonds propres est supérieure à leur coût (Charreaux et Desbrières, 1998).

Les mesures précédentes de la valeur actionnariale se basent sur les mêmes fondements théoriques et partagent la même idée. Il y a création de valeur au profit des actionnaires lorsque la rémunération des capitaux est supérieure au coût d'opportunité des capitaux investis.

1.2.2.3. Les exigences spécifiques liées à l'utilisation d'indicateurs de valeur boursière créée

La commission des opérations boursières (COB) exige l'utilisation de certains indicateurs mesurant la valeur boursière de l'entreprise.

- Le Total Shareholder Return (TSR) ou rentabilité totale pour l'actionnaire, mesuré par le rapport entre le cours du titre ajusté des dividendes en fin de période et le cours du titre en début de période.
- Le ratio Market Value Added (MVA) mesuré par le rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux employés. La COB exige aux entreprises que la MVA soit égale à la somme entre la capitalisation boursière et la valeur de marché de la dette diminuée de l'actif économique de l'entreprise (immobilisations nettes + besoin en fonds de roulement net ou bien capitaux propres + dette financière nette).
- Le ratio Market To Book (MTB) mesuré par le rapport entre la capitalisation boursière des actions et la valeur comptable des capitaux propres. La COB exige que la capitalisation des titres de capital et des titres de créances soit calculée en moyenne actuelle plutôt que par estimations ponctuelles.
- Concernant les indicateurs liés à la politique de distribution de dividendes, la COB recommande le rapprochement de ces données de la totalité des flux reversés aux actionnaires (dividendes exceptionnels, plans de rachat d'actions, toute opération dilutive ou relative).

1.2.2.4. Les exigences spécifiques liées à l'utilisation d'indicateurs de gestion

La COB exige l'utilisation des indicateurs de gestion suivant :

- Le Cash Flow Return On Investment (CFROI),
- des ratios Return On Equity (ROE), Return On Investment (ROI), Return On Assets (ROA), Return On Capital Employed (ROCE),
- le calcul du Profit Économique (PE),
- des soldes intermédiaires de gestion tels que l'Earning Before Interest and taxes (EBIT) ou l'Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) et l'Economic Value Added (EVA).

1.2.3. Mesures de la valeur partenariale

Selon la théorie traditionnelle, la valeur créée est évaluée seulement à partir de la valeur actionnariale liée aux apporteurs de capitaux considérés comme les créanciers résiduels exclusifs. Selon Charreaux et Desbrières (1998), la valeur actionnariale, orientée sur les seuls actionnaires, est qualifiée d'incomplète, car les parties prenantes participent à la création de valeur et subissent les conséquences des décisions de la firme. De même, la théorie traditionnelle s'intéresse à la seule relation actionnaires-dirigeants et les mécanismes mis en place afin de les contrôler. Cette représentation est incompatible avec la représentation contractuelle de la firme en tant qu'un nœud de contrats entre les différentes parties prenantes⁸⁸ (Aoki, 1984).

Selon la théorie financière traditionnelle, caractérisée par une vision moniste, la valeur est évaluée par rapport à la rente créée au profit des actionnaires⁸⁹. La maximisation de la valeur actionnariale se fait au détriment du capital humain qui a participé à la création de richesse. Inversement, la valeur partenariale ayant une vision pluraliste de la firme prend en considération l'ensemble des parties prenantes dans le processus de création et répartition de la valeur. Cette nouvelle conception de création de valeur constitue une nouvelle lecture du processus de création de valeur en liaison avec le gouvernement d'entreprise.

L'approche actionnariale s'inscrit dans la théorie positive de l'agence (Jensen et Meckling 1976, 1992) où les apporteurs de capitaux mettent en place certains mécanismes afin de discipliner les dirigeants. De même, l'objectif de l'approche partenariale est de réduire les conflits d'intérêts entre les apporteurs du capital humain et financier liés aux divergences d'intérêts. Elle permet de créer un équilibre entre les différents partenaires afin de participer à l'amélioration de la performance globale de l'entreprise (Khouatra, 2005).

Selon Charreaux et Desbrières (1998), la valeur partenariale est égale à la valeur créée au profit des parties prenantes et non seulement au profit des actionnaires. Afin de mesurer cette valeur, les auteurs utilisent l'analyse de la chaîne de valeur proposée par Porter (1984) basée sur un jeu coopératif. Brandenburger et Stuart (1994) utilisent

⁸⁸ Actionnaires, créanciers, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, pouvoirs publics, etc.

⁸⁹ La théorie traditionnelle est qualifiée d'absence de conflits sur la répartition de la valeur d'où la relation d'indépendance entre la création de valeur et sa répartition puisque les actionnaires sont les créanciers résiduels.

l'exemple d'une firme disposant d'un seul fournisseur et d'un seul client. Du côté du fournisseur la valeur créée est égale à la différence entre le prix payé par la firme et le coût d'opportunité⁹⁰. De même, il y a création de valeur pour le client lorsque le prix du produit est inférieur à son prix d'opportunité⁹¹. Par conséquent, la valeur créée de la firme est égale à la différence entre le prix d'opportunité pour le client et le coût d'opportunité pour le fournisseur (Charreaux et Desbrières, 1998). De même, la valeur partenariale créée par la firme est mesurée par différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources.

Le processus de création de valeur partenariale dépend de plusieurs facteurs telles que :

- La stratégie adoptée par les dirigeants dans l'objectif de création de la valeur en agissant sur les prix et les coûts d'opportunité.
- La prise en considération des intérêts des salariés dans la répartition de la valeur ajoutée afin d'améliorer la performance des firmes.
- Une répartition adéquate du slack⁹² financier réalisé par la firme de telle manière qu'aucun membre des parties prenantes ne reçoit une rémunération inférieure à sa rémunération d'opportunité.
- Les disparités dans les parts de valeur ajoutée allouées à chacune des parties prenantes proviennent des divergences des règles légales dans la répartition de la valeur ajoutée.

La valeur partenariale accorde une importance aux salariés qui ont contribué à la création de richesse dans la répartition des rentes. Par conséquent, des conflits d'intérêts naissent entre les actionnaires et les salariés ce qui incite les apporteurs du capital financier à réduire les effectifs afin de maximiser leurs richesses.

⁹⁰ Le coût d'opportunité représente le prix minimum que le fournisseur accepte afin de poursuivre la transaction.

⁹¹ Le prix d'opportunité représente le prix que le client est disposé à payer.

⁹² Représenté par les liquidités disponibles (Sentis, 1998).

Section 2 : Partage de la valeur ajoutée : complémentarité ou substituabilité

La valeur ajoutée est mesurée par la différence entre les productions de l'entreprise et ses consommations intermédiaires en biens et services. Cette richesse est répartie entre les différentes parties prenantes : les salariés par la rémunération du travail, les créanciers par les intérêts, et l'Etat par les impôts. Le bénéfice réalisé est distribué aux actionnaires sous forme de dividende ou utilisé par l'entreprise afin de financer des projets d'investissement futurs.

La part des salariés dans la valeur ajoutée est mesurée par le rapport entre les rémunérations reçues par les salariés et la valeur ajoutée des entreprises. Cette richesse allouée aux salariés est composée par les salaires, les cotisations ou charges sociales patronales, les primes, la rémunération des congés et des jours fériés, la participation et l'intéressement, les éventuels avantages en nature (chèques restaurants, logements de fonction...). La partie restante de la valeur ajoutée représente l'excédent brut d'exploitation réparti entre le paiement des impôts, les charges d'intérêts et les dividendes. Le solde est mis en réserve par l'entreprise afin de financer de nouveaux projets.

Une étude réalisée par l'Institut National de La Statistique et des études économiques dans le contexte français et représentant un diagnostic sur la répartition de la valeur ajoutée, montre des variations importantes depuis 1960. En effet, la part des salaires dans la valeur ajoutée a connu une stabilité jusqu'au premier choc pétrolier et une augmentation jusqu'au début des années 1980. Les années qui suivent et jusqu'au 2007 sont caractérisées par une diminution stable de la part de richesse allouée aux salariés. Cette étude, basée sur des données collectées par l'enquête ACEMO-PIPA de la Dares⁹³, montre des disparités entre les entreprises des différents secteurs en matière de partage de la valeur ajoutée puisqu'ils ne disposent pas du même rapport capital-travail ce qui influence la rémunération. Plusieurs facteurs peuvent influencer cette répartition tels que le statut de l'entreprise (indépendante, en groupe), sa position dans la chaîne de production (sous-traitante ou donneuse d'ordre), son mode de financement (par les marchés de capitaux) ou le degré d'exposition à la concurrence internationale.

⁹³ L'échantillon est composé du secteur marchand non agricole, hors intérim et secteur domestique (Chaput et Cellier, 2008).

Les études réalisées, dans un contexte français, montrent des disparités dans la part des salariés dans la valeur ajoutée selon la taille et le secteur d'activité des entreprises non financières (SNF). Les résultats trouvés sont résumés dans les tableaux suivants :

Tableau 14 : Distribution de la part des salaires dans la valeur ajoutée

En %	Moyenne	1er quartile	Médiane	3ème quartile	9ème décile
PME	67	44	73	89	106
Entreprises de taille intermédiaire	67	50	68	86	97
Grandes entreprises	56	28	58	87	95

Source : SNF, fichiers BRN-RSI, Insee, 2006

Ce tableau montre que la moyenne de la part de richesse affectée aux salariés s'établit à 67% pour les PME et les entreprises de taille moyenne (une médiane de 73% et 68%). Ces disparités s'expliquent par le fait que les PME n'utilisent pas toutes les ressources dans le processus de création de valeur.

Tableau 15 : Part de la rémunération dans la valeur ajoutée selon le secteur

En %	Part de la masse salariale dans la valeur ajoutée	Poids du secteur dans la valeur ajoutée totale des SNF	Poids dans la masse salariale des SNF
Agriculture	69	1	1
Industrie	62	35	33
Construction	81	7	8
Commerce	63	18	17
Transport	70	8	8
Activités immobilières	31	4	2
Services aux entreprises	78	20	23
Services aux particuliers	72	7	8

Source : SNF, fichiers BRN-RSI, Insee, 2006

De même, la répartition de la valeur ajoutée au profit des salariés varie en fonction du secteur d'activité des entreprises. La part des salaires dans la valeur ajoutée est de 81% dans le secteur de construction et 31% dans les activités immobilières. Ces deux secteurs représentent respectivement 7% et 4% dans la valeur totale des sociétés non financières. Inversement, le secteur industrie et service aux entreprises représentant respectivement 35% et 20% dans la richesse globale offrent respectivement 62% et 78% de richesse allouée aux salariés.

Autre que la taille et le secteur d'activité, Cotis (2009) montre que l'affiliation de l'entreprise à un groupe influence la part de valeur ajoutée affectée aux salariés. L'auteur montre que cette richesse est plus faible dans les entreprises affiliées à un groupe. De même, la cotation en bourse influence la part des salariés dans la valeur ajoutée et par

conséquent, elle augmente dans les entreprises industrielles indépendantes ou appartenant à un groupe coté.

La majorité des études portant sur la répartition de la valeur ajoutée entre les salariés (rémunération), l'Etat (impôts), les créanciers (charges d'intérêts) et les actionnaires (bénéfice distribuable ou réinvesti) montrent des conflits d'intérêts essentiellement entre les actionnaires et les salariés. D'un côté, les actionnaires, apporteurs du capital financier réclament des dividendes élevés afin de rémunérer le risque financier. De l'autre, l'entreprise doit garder une partie des bénéfices en réserve afin de financer de nouveaux investissements et réduire les dettes. Enfin, les salariés réclament une augmentation des salaires et une participation au résultat grâce à l'intéressement et à la participation.

Les données de l'INSEE montrent une augmentation de la part de richesse des actionnaires dans la valeur ajoutée pendant la période 1997-2007 de 34,2% à 44,5%. De même, les entreprises ont augmenté leurs niveaux d'endettement afin de financer les investissements⁹⁴ et payer les actionnaires. Les bénéfices réalisés en 2007 sont répartis à 42% au profit des actionnaires sous forme de dividendes, à 52% sous forme de réserves pour financer les investissements et à 5,5% au profit des salariés sous forme d'intéressement. De ce fait, la répartition de la valeur ajoutée se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés⁹⁵. De même, les graphiques portant sur le partage de valeur montrent une relation négative entre la part de richesse allouée aux salariés et celle des actionnaires durant la période 1959-2007.

Une comparaison internationale portant sur la répartition de la valeur ajoutée ainsi que la part des salariés montre des disparités entre pays. Les données, utilisées par Cotis (2009) dans un rapport de l'INSEE, sont présentées dans le tableau suivant :

⁹⁴ La part d'autofinancement dans la valeur ajoutée a diminué de 64,5% en 1997 à 54,8% en 2007.

⁹⁵ La part de l'intéressement dans la valeur ajoutée est marginale.

Tableau 16 : Comparaison internationale - Part de la rémunération des salariés dans la valeur ajoutée des sociétés non financières

%	France	États-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	Italie	Espagne	Suède	Finlande
1990	67,0	72,5	65,4		55,0			
1991	67,4	72,8	66,6		56,1			
1992	67,6	73,4	67,0		55,4			
1993	68,4	72,9	65,4		55,0			
1994	68,0	71,7	63,4		53,0			
1995	67,2	71,2	62,6	65,3	51,6		61,5	56,6
1996	68,2	70,3	61,1	65,2	51,1		66,3	57,4
1997	67,4	70,0	61,5	63,8	51,7		66,8	56,1
1998	66,2	71,6	63,3	62,7	51,5		67,4	55,1
1999	67,4	72,1	64,4	63,6	52,1		67,1	55,1
2000	67,4	73,4	65,3	63,6	51,6	64,1	68,9	54,6
2001	67,4	74,1	66,4	62,7	51,5	64,0	72,1	54,4
2002	68,1	73,6	66,6	62,4	52,1	63,9	71,0	54,6
2003	67,8	73,0	65,9	62,1	53,0	63,9	70,5	55,1
2004	67,9	71,1	65,3	61,0	52,9	63,3	68,8	54,9
2005	67,9	69,9	65,3	59,7	54,4	64,1	68,1	56,3
2006	67,8	68,8	64,7	58,8	55,6	64,7	65,9	54,9
2007	67,6	70,0		58,1	55,8	64,4	67,2	54,0

Source : Insee pour la France, BEA pour les États-Unis, ONS (Blue Book 2008) pour le Royaume-Uni, OCDE pour les autres pays

Ce tableau montre des différences dans la part de richesse des salariés entre les différents pays. Les États-Unis présentent une part de rémunération plus élevée qu'en France alors que l'Allemagne a connu une diminution de la richesse des salariés. Ces disparités sont expliquées par les différences dans les relations sociales et principalement par le pouvoir de négociation des salariés.

La relation entre le facteur capital et travail dans le processus de répartition de valeur est de type conflictuelle. Selon Prigent (1999) et Bentolila (2003), cette relation est substituable avec une élasticité inférieure à 1. Cette idée corrobore celle de Timbeau (2002) montrant qu'une compensation du coût salarial supplémentaire se traduit par une diminution du coût de capital. Une augmentation des salaires entraîne une diminution des dividendes. L'auteur montre que ces deux coûts sont d'ampleur identique et de sens opposés. Selon Charreaux (2007), les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires en augmentant la valeur actionnariale ou leur part de richesse dans la valeur ajoutée au détriment de la valeur partenariale. L'augmentation de la richesse des actionnaires peut se traduire par des réductions des effectifs ou une cession d'actifs. Dans l'objectif de présenter les facteurs expliquant la part de richesse allouée aux salariés⁹⁶ en France et en Allemagne,

⁹⁶ Tels que le taux de chômage, le taux des cotisations sociales.

Mihoubi (1999) montre que le coût du capital n'a aucun effet significatif sur la part des salaires dans la valeur ajoutée dans les deux pays d'études.

La relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés a été montrée lors de la présence syndicale, la participation des salariés à la gestion, la représentation des salariés dans le conseil d'administration et les programmes de suppression d'effectifs. En effet, la présence syndicale permet de redistribuer aux salariés une partie du profit réalisé au détriment des actionnaires (Doucouliagos et Laroche, 2004). De ce fait, la présence syndicale améliore la richesse des salariés au détriment des actionnaires. Selon Laroche (2006), une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires.

Inversement aux études précédentes, Louvet et Taramasco (2004) montrent une complémentarité entre les deux parts de richesse en se basant sur le fait que le capital humain et le capital financier ont besoin l'un de l'autre pour créer de la valeur. La répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les salariés doit être en fonction de leurs contributions dans le processus de création de richesse. En s'intéressant à la relation entre la richesse des dirigeants et celle des actionnaires, les auteurs montrent qu'un équilibre entre le facteur capital et financier dépend du droit de limogeage des salariés par les actionnaires. A partir de ce droit, les actionnaires choisissent les investissements afin de limiter l'expropriation auprès des dirigeants. Du côté des salariés, l'adoption des programmes de formation encourage le développement du capital humain et contribue à l'amélioration du capital financier.

En se référant aux différents mécanismes de protection des actionnaires tels que la présence syndicale, l'actionnariat des salariés, la formation professionnelle et la stabilité de l'emploi, certains travaux montrent un effet positif sur la richesse des salariés et celle des actionnaires.

Laroche et al. (2006) montrent que la présence syndicale influence positivement la répartition de la valeur ajoutée entre les apporteurs de capital humain et financier. En étudiant l'impact de la présence syndicale sur la performance boursière, dans un contexte américain, Hubler et Schmidt (1996) concluent un effet positif.

Concernant la participation des salariés au capital, plusieurs études (Chang, 1990 ; Davidson et Worell, 1994 ; Conte et al., 1995) montrent que l'actionnariat des salariés influence positivement l'évolution des cours boursiers. En étudiant la relation entre la part de capital détenue par les salariés et la performance boursière de 382 entreprises, Mehran (1999) montre que 60% des entreprises enregistrent une amélioration des cours boursiers après l'annonce des plans d'ESOP. Les actionnaires salariés reçoivent une rémunération supplémentaire afin de compenser la faible évolution des salaires sans alourdir la masse salariale (Brillet et d'Arcimoles, 2002). L'actionnariat des salariés joue un rôle important dans la création de valeur partenariale et incite les salariés à agir dans l'intérêt commun (Hammer et Stern, 1980).

Portant sur la formation professionnelle, Good et Georges (2003) concluent un effet positif et significatif de la politique de rémunération et la formation professionnelle des salariés sur la performance économique et financière. En étudiant un échantillon des firmes françaises dans différents secteurs d'activités, D'Arcimoles (1995) montre un effet positif des dépenses de formation sur la rentabilité économique et financière. De même, Bassi et al. (2002), sur la base d'un échantillon d'entreprises américaines, concluent une relation positive entre la formation des salariés et la rentabilité des capitaux propres. De même, la formation professionnelle affecte positivement la création de valeur au profit des différentes parties prenantes et principalement les clients, les actionnaires et le personnel. Selon Dennery (2004), la formation professionnelle contribue à la création et le développement de la valeur globale de l'entreprise. Cette idée est confirmée par l'étude de Tahir (2004) montrant que les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur.

En étudiant la relation entre la richesse des actionnaires et celle des salariés à partir de la décision de réduction des effectifs, plusieurs études montrent un effet négatif de la destruction du capital humain sur la richesse des actionnaires. Abowd et al. (1990) et al. (2002) concluent une réaction négative des marchés financiers suite à l'annonce des suppressions d'emploi. Selon la théorie de signal, la diminution des cours est expliquée par la crainte des investisseurs potentiels sur la situation financière des entreprises qui réduisent leurs effectifs. En étudiant la performance des firmes françaises pendant la période 1992 à 2001, Meschi et al. (2002) testent l'effet des annonces de réductions d'effectifs sur les cours boursiers en utilisant le rendement anormal du titre (avant et après la suppression). Les résultats des régressions montrent des différences selon la stratégie de l'entreprise. Dans le

cadre d'une stratégie offensive, les marchés enregistrent des réactions positives suite aux annonces de suppressions d'emplois et négatives selon la stratégie défensive.

Les études anglo-saxonnes des réactions des marchés suite aux licenciements montrent des différences par rapport aux études françaises. Abowd et al. (1990), en se basant sur un échantillon 154 entreprises en 1980, puis 195 pour 102 entreprises en 1987, étudient l'effet des réductions d'effectifs sur les rendements anormaux des titres. Les auteurs concluent un effet négatif sur les cours boursiers.

H11 : Il existe une relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés.

Section 3 : Protection des salariés contre le licenciement économique

Dans la présente section, nous présentons, au premier lieu, la réduction des effectifs (un cas de destruction du rapport salarial) ainsi qu'une comparaison des droits des salariés suite aux licenciements dans un contexte international. En second lieu, nous présentons les différentes études présentant l'impact des licenciements sur la performance des firmes et sur la richesse des actionnaires.

Le licenciement économique est défini comme étant « *Le licenciement effectué par un employeur pour un ou plusieurs motifs non inhérents à la personne du salarié, résultant d'une suppression ou d'une transformation d'emploi ou d'une modification substantielle du contrat de travail, consécutives notamment à des difficultés économiques ou à des mutations technologiques* » (L.321-1)⁹⁷.

3.1. Licenciement pour motif économique en France

Le licenciement est un acte juridique au quel l'employeur met fin à un contrat de travail à durée indéterminée. L'employeur possède un pouvoir de licencier tous ou une partie des salariés en fonction des conjonctures économiques, ou par cause disciplinaire...par conséquent, les plans sociaux permettent d'éviter les licenciements pour motif économique.

⁹⁷ Ray.j (2001-2002), droit du travail.

Les procédures légales portent essentiellement sur trois types de licenciements : le licenciement individuel pour motif économique qui est identique au licenciement pour motif personnel, le « *petit licenciement* » qui porte essentiellement sur deux à neuf salariés dans une période de trente jours⁹⁸ et le « *grand licenciement* » portant sur dix salariés et plus pendant une période de trente jours⁹⁹.

Un employeur procède à un licenciement économique suite à des difficultés économiques ou des mutations technologiques. D'après le code de travail français, le comité d'entreprise doit être informé et consulté, en dehors de tout projet de licenciement collectif, lors de la réunion annuelle consacrée à l'examen de la situation économique de l'entreprise. De même, le comité d'entreprise doit être consulté « *sur l'évolution de l'emploi et des qualifications au cours de l'année passée (...), sur les prévisions annuelles ou pluriannuelles et les actions de préventions et de formations que l'employeur envisage de mettre en œuvre particulièrement au bénéfice des salariés âgés ou de ceux représentant des caractéristiques sociales ou de qualifications qui les exposent plus que d'autres aux conséquences de l'évolution économique et technologique* ». De même, les informations portaient sur « *les mutations technologiques importantes et rapides. Le comité est régulièrement informé et périodiquement consulté sur la mise en application de ce plan* » (L.432-2). L'objectif de consulter le comité d'entreprise est d'éviter les licenciements ou réduire le nombre.

3.1.1. Obligation de rechercher des alternatives

La loi du 2 août 1989 exige la mise en place d'un plan social dans toute entreprise procédant à un licenciement économique d'au moins 10 salariés. La loi de modernisation sociale a remplacé le « *plan social* » par « *le plan de sauvegarde de l'emploi* ». Elle oblige les sociétés à intégrer des mesures de réduction du temps de travail ou du volume d'heures supplémentaires. En cas de difficulté d'adoption d'un plan de sauvegarde de l'emploi insuffisant, le juge peut annuler le licenciement et « *ordonne, à la demande du salarié, la poursuite du contrat de travail* ». L'employeur « *doit tout mettre en œuvre pour sauvegarder l'emploi* » grâce à l'obligation de reclassement et au contrôle opéré sur les plans sociaux¹⁰⁰. Comme le montre Teyssié (1997), « *la véritable alternative au*

⁹⁸ Ce type de licenciement nécessite l'intervention des représentants des salariés.

⁹⁹ Selon l'article L.321-4-1 du code de travail français.

¹⁰⁰ Selon Teyssié (1997), le passage se fait d'un droit du travail à un droit de l'emploi.

licenciement pour motif économique est celle qui permet de l'éviter ou de limiter le nombre en cas de licenciement collectif ». Dans ce cas, l'Etat ou les pouvoirs publics jouent un rôle important dans la mise en place des mécanismes de protection des salariés contre le licenciement¹⁰¹. L'obligation de rechercher des alternatives portent essentiellement sur l'obligation de reclassement et la mise en place des plans sociaux.

3.1.2. Obligation de reclassement

La loi de modernisation sociale (L321-4-1) « *suggère la mise en place des mesures de réduction du temps de travail, des actions de reclassement internes des salariés sur des emplois de catégorie d'emplois ou équivalents, des créations d'activités nouvelles par l'entreprise, des actions de soutien à de nouvelles activités ou à la reprise d'activités existantes, des actions de formation, de validation des acquis de l'expérience* » afin de favoriser le reclassement interne ou externe des salariés.

Le reclassement est de type préventif, « *avant tout licenciement pour motif économique, l'employeur doit rechercher et proposer aux salariés les postes disponibles* ». Selon l'article L.321 du code du travail « *les dispositions relatives au reclassement préventif n'ont plus d'objet lorsque la modification substantielle devient l'élément matériel de la cause économique : en proposant au personnel une telle modification, l'employeur exprime son intention d'éviter les licenciements. Si la modification est refusée, le salarié fait le choix d'être licencié ; si la raison économique existe et qu'elle est sérieuse, on ne peut rien reprocher à l'employeur* ».

Selon Boubli (1996)¹⁰², l'obligation de reclassement représente un mécanisme important dans la procédure de licenciement économique et « *que le licenciement économique ne peut intervenir, en cas de suppression d'emploi, que si le reclassement de l'intéressé n'est pas possible* ». Cette procédure a été ajoutée à l'article L.321-1 du code du travail afin de légitimer le licenciement : « *le licenciement n'a de cause sérieuse que s'il est inévitable, c'est-à-dire si le reclassement n'est pas possible* ».

Avant de procéder aux licenciements, l'obligation de reclassement concerne la proposition des emplois libres aux salariés, la création de nouveaux poste ou la proposition

¹⁰¹ La convention d'aide au conseil, une incitation à la mise en chômage partiel, un développement du temps partiel...

¹⁰² Boubli .B, Réflexions sur l'obligation de reclassement en matière de licenciement pour motif économique, 1996, p.131.

de postes inférieurs dans la même entreprise ou d'autres établissements¹⁰³. La recherche d'alternatives aux licenciements pour motif économique constitue l'un des objectifs du plan social, « *il doit obligatoirement comporter des mesures conformes à son objectif fondamental, éviter ou limiter le nombre des licenciements et faciliter le reclassement des salariés dont le licenciement n'a pu être évité* ».

3.2. Licenciement des salariés : une comparaison internationale

L'objectif de cette sous-section est d'étudier, dans un contexte international, les règles juridiques permettant d'assurer la stabilité de l'emploi et réduire les licenciements économiques.

La procédure du licenciement économique, diffère d'un pays à un autre, et porte essentiellement sur trois volets : les attendus économiques, les attendus sociaux¹⁰⁴ et le plan social. Les sociales démocraties offrent une protection aux salariés leur permettant de bénéficier d'une stabilité de l'emploi et interviennent pour que les firmes ne licencient pas même dans une situation économique difficile. Dans certains pays, l'employeur dispose d'une liberté totale concernant la réduction des effectifs. En France, la loi tolère seulement les licenciements « *pour la sauvegarde de la compétitivité après l'impossibilité de reclassement des salariés* ». De même, en Allemagne, la loi interdit les licenciements seulement pour des motifs urgents et propres aux entreprises avec une obligation de reclassement.

De même, le plan social diffère d'un pays à un autre. En France, il comporte les mesures nécessaires permettant d'éviter le licenciement ainsi que les mesures de reclassement internes et externes. La procédure de licenciement économique repose sur la consultation du comité d'entreprise sur les motifs du licenciement, le nombre et la nature des emplois mis en cause, et sur le plan social qu'il envisage de mettre en œuvre. Inversement, en Allemagne, la décision de licenciement résulte d'un accord avec le conseil d'établissement « *sur les mesures alternatives au licenciement au stade de la restructuration*¹⁰⁵, *sur l'élaboration d'un plan social ainsi que sur la détermination des*

¹⁰³ Lorsque l'entreprise appartient à un groupe.

¹⁰⁴ Composé par les mesures alternatives au licenciement et le reclassement ainsi que les mesures d'accompagnement.

¹⁰⁵ S'agissant d'un chômage partiel structurel ou d'une mobilité interne.

*salariés licenciés*¹⁰⁶ ». Inversement à la France, la loi exige la mise en place des plans sociaux seulement après la prononciation des licenciements. En Italie, le modèle se rapproche de celui allemand et les décisions de licenciement résultent d'un accord avec les organisations syndicales.

Inversement au cas français, les employeurs, aux Etats-Unis, disposent d'une grande liberté de licenciements des salariés. Par conséquent, la stabilité de l'emploi dépend de la capacité des salariés licenciés à retrouver de nouveaux emplois. A partir d'une étude de licenciements dans les pays de l'OCDE, les Etats-Unis représentent la zone où la législation sur la protection de l'emploi (LPE) est la plus faible. Le droit américain est un droit commun caractérisé par un niveau élevé de jurisprudence où les juges sont des créateurs de droit et ne se basent pas sur une simple interprétation des lois. De même, le droit américain représente « *un droit de l'entreprise* » et un droit de travail dont l'objectif est la création de richesse pour l'entreprise et la garantie de « *la paix industrielle* » plutôt que d'assurer la protection des salariés.

Au Etats-Unis, la protection de l'emploi est conditionnée par la syndicalisation de l'entreprise¹⁰⁷ sinon l'employeur dispose de la liberté du licenciement en présence des causes sérieuses non discriminatoires. Inversement aux autres pays, où les comités d'entreprises doivent être consultés, les délais de licenciements collectifs dans les secteurs non syndiqués sont courts¹⁰⁸.

Les conditions de licenciement des salariés pour motif économique ou individuel dans les pays de l'OCDE sont présentées dans le tableau suivant :

¹⁰⁶ En cas de désaccord, le recours au juge est possible.

¹⁰⁷ Les Etats-Unis sont caractérisés par un monopole syndical ou une représentativité collective. Inversement, en France, la syndicalisation est individuelle.

¹⁰⁸ Ce délai varie entre deux mois, pour les salariés réguliers, et deux semaines pour les autres.

Tableau 17 : Comparaison internationale des licenciements des salariés

Conditions de validité d'un licenciement, pour motif économique ou individuel (hors licenciements collectifs et hors licenciements discriminatoires qui sont toujours prohibés)	
Danemark	Manque de compétence et motifs économiques sont des raisons légitimes ; Licenciements basés sur des circonstances arbitraires ou « <i>non raisonnablement fondés</i> » ne sont pas valides.
Finlande	Licenciement doit être justifié par une « <i>raison spécifique et sérieuse</i> », liée au salarié ou aux besoins urgents de l'entreprise. Pas de licenciement pour cause de maladie, grève, activités syndicales ou politiques. Licenciements économiques ou personnels valides seulement si pas de possibilité raisonnable de reclassement ou de formation professionnelle.
Allemagne	Licenciement possible pour motif personnel si le salarié ne peut être conservé sur d'autres fonctions dans l'entreprise et pour motif économique s'il a été tenu compte de « <i>considérations sociales</i> » (ancienneté, âge, situation familiale).
Italie	Licenciement possible pour une « <i>cause juste</i> » ou un « <i>juste motif</i> ».
Pays-Bas	Licenciement personnel lié au comportement ou aux capacités du salarié, licenciement économique dès lors qu'état financier le justifie, qu'une alternative au licenciement a été recherchée et que l'ordre des licenciements est justifié. Les licenciements « <i>évidemment déraisonnables</i> » ne sont pas valides.
Espagne	Licenciement possible pour une cause objective (liée au salarié), pour une cause justifiée (liée à l'entreprise) ou pour une cause disciplinaire.
Suède	Licenciement pour des « <i>motifs objectifs</i> », économiques ou personnels. Pas de motifs objectifs si le salarié aurait pu raisonnablement être transféré sur un autre poste.
Royaume- Uni	Licenciement lié au salarié (capacités, comportement), à des motifs économiques ou à tout autre « <i>raison substantielle</i> ».
Etats-Unis	En général licenciement possible sans justification ni explication, sauf si les parties en ont convenu différemment.

Source : Fondeur, 2005

Les règles juridiques de licenciements économiques portant sur la prise en charge des licenciés diffèrent d'un pays à l'autre. Elles concernent « *l'accompagnement sur le marché de travail telles que la convention de conversion française, la société de promotion de l'emploi en Allemagne, et liste de mobilité italienne qui combine une indemnisation spécifique et des mesures d'accompagnement (soutien personnalisé, bilan de compétence, formation etc....) dont l'objet est de faciliter le retour dans l'emploi* ».

Suite aux licenciements économiques, les indemnités de licenciement jouent un rôle très important dans les garanties de ressources des salariés. Elles diffèrent d'un pays à un autre. La France et l'Italie présentent un taux d'indemnisation des salariés le plus faible inversement à l'Espagne et l'Allemagne. Aux Etats-Unis, les indemnités offertes aux salariés licenciés dépendent de l'ancienneté des salariés (Fondeur, 2005).

Section 4 : Destruction du rapport salarial et performance des firmes

Suite à la destruction du capital humain et l'enrichissement des actionnaires, plusieurs mécanismes ont été mis en place afin de protéger les salariés et réduire les licenciements. Plusieurs travaux français et anglosaxons ont étudié l'impact de la réduction des effectifs sur la performance financière des entreprises en recourant à des indicateurs comptables ou la performance boursière en analysant l'effet sur les marchés financiers (Montagne et Sauviat, 2001).

4.1. Différents concepts de réduction des effectifs

Plusieurs études ont étudié l'impact de la réduction d'effectif sur la performance des firmes (économique, financière et boursière) en utilisant certaines notions qui paraissent similaires.

❖ La réduction d'effectif est définie comme la diminution des effectifs d'une entreprise entre deux périodes consécutives sans mentionner le motif de la réduction (licenciement, départ volontaire, départ en retraite, démission, fin des contrats...).

❖ Le licenciement des salariés représente un cas particulier de la réduction d'effectif où l'employeur met fin au contrat de salariés. Le licenciement peut être individuel ou collectif de nature économique¹⁰⁹. Layoff en est l'équivalent anglo-saxon.

❖ Le downsizing est une notion utilisée dans les études anglo-saxonne pour montrer que les entreprises procèdent à la réduction des effectifs afin de maximiser les profits en adoptant une stratégie réactive (suite à une détresse financière) ou proactive (afin d'améliorer la performance future).

4.2. Décisions de licenciement et performance des entreprises

Des conflits d'intérêts naissent entre les actionnaires et les salariés suite aux licenciements ayant pour objectif l'amélioration de la richesse des apporteurs du capital financier. Différentes études internationales montrent des disparités dans l'impact des décisions de licenciements sur la performance des firmes. Selon Sentis (1998), la

¹⁰⁹ Les études anglo-saxonnes utilisent la notion « *layoff* » pour désigner le licenciement.

négociation salariale ne se limite pas qu'aux rémunérations, mais elle concerne aussi les réclamations d'un emploi stable. En effet, lorsque le pouvoir de négociation des salariés est faible dans l'entreprise (absence d'actionnariat des salariés, de représentation syndicale ou des comités d'entreprise), le licenciement des salariés peut entraîner un transfert de richesse au profit des actionnaires. En France, la réduction des salaires n'est pas légale, par conséquent, les entreprises optent à une réduction des effectifs des salariés afin de créer la richesse au profit des actionnaires.

Plusieurs études françaises ou étrangères ont étudié l'impact des licenciements des salariés sur la performance économique et financière des firmes basée sur des données comptables ainsi que sur la performance boursière en étudiant la réaction des marchés financiers suite à l'annonce des décisions de licenciement des salariés. Les études de Allouche et al. (2003) montrent que « 39 études publiées depuis 1990 dans des revues académiques françaises et étrangères : 14 organisées autour de l'étude de régressions entre performances économiques et suppressions d'emplois et 26 consacrées à l'influence de l'annonce de suppressions d'emplois sur la valeur boursière de ces mêmes entreprises ». De ce fait, nous présentons les études portant sur l'impact des licenciements sur la performance économique, financière et boursière.

4.2.1. Réduction d'effectifs et performances économiques et financières

De nombreux travaux ont étudié l'impact de la réduction des effectifs sur la performance économique et financière en se basant sur des données comptables. Cascio et al. (1997) utilisent un échantillon de 537 entreprises de l'indice Standard et Poor's durant la période 1981-1992. Les auteurs concluent que les réductions d'effectifs influencent positivement la performance lorsque les firmes adoptent une stratégie proactive (liée à des restructurations et des cessions d'actifs).

De même, D'Arcimoles et Fakhfakh (1997) utilisent un échantillon de 56 grandes entreprises de l'industrie et du bâtiment sur la période 1987-1993, en France, afin d'étudier l'impact des licenciements en termes de destruction de compétences et de savoir-faire. Les auteurs ne confirment aucun effet sur la performance financière et que seuls les licenciements sélectifs des salariés (en fonction d'âge, de compétence...) influencent positivement la rentabilité des entreprises.

Sentis (1998) étudie l'impact des réductions d'effectifs sur la performance de 90 grandes entreprises qui réduisent plus que 10 salariés pendant la période 1991-1995. L'auteur utilise des indicateurs liés à la performance économique et financière, la situation financière et la répartition de la valeur ajoutée entre les parties prenantes (actionnaires, salariés et créanciers). Les résultats montrent que les entreprises qui réduisent l'effectif des salariés sont les plus endettées, moins rentables, moins efficaces et distribuent une part importante de valeur ajoutée aux salariés¹¹⁰. L'auteur conclut que les réductions d'effectifs entraînent une réduction de l'endettement, une amélioration significative de la rentabilité économique et une augmentation significative de la productivité du travail.

De même, Degoree et Reynaud (2003) étudient l'impact des licenciements sur la performance économique et financière des sociétés françaises en utilisant deux bases de données : les Déclarations Annuelles de Données Sociales (DADS) et les Déclarations de Bénéfices Réels Normaux (BRN). Les auteurs montrent que les entreprises qui réduisent l'effectif des salariés sont des entreprises de grande taille, moins productive, moins rentables et qui adoptent une stratégie défensive. Les résultats montrent que les entreprises enregistrent une amélioration de la performance économique et financière à court terme.

Inversement, certains travaux ont enregistré une relation négative ou une absence de lien entre la réduction d'effectifs et la performance. De Meuse et al. (1994) étudient la relation entre le licenciement des entreprises¹¹¹ et des indicateurs de performances financières tels que le taux de profit, la rentabilité de l'actif total, la rentabilité des capitaux propres, le taux de rotation de l'actif et Q de Tobin. Les résultats ne montrent aucun lien entre le licenciement et la performance des entreprises quelque soit l'indicateur de performance utilisé.

Différents travaux européens ont étudié l'impact des licenciements des salariés sur la performance économique et financière des firmes. Un résumé de ces travaux est représenté dans le tableau suivant :

¹¹⁰ Comparés aux salariés des autres entreprises de même secteur.

¹¹¹ L'échantillon est composé de 52 entreprises parmi les 100 plus grandes compagnies américaines classées par le magazine Fortune.

Tableau 18 : Performance comptable et financière des entreprises versus Suppression d'emplois : 14 études avec 18 grandeurs d'effet calculées¹¹²

Etudes	Pays	N	t de Student	Corrélation partielle r	Type d'analyse (a)	Type de Performance (b)
D'Arcimoles (1995)	France	85	-4.43	-0.446 ***	Régression	8 et 3
D'Arcimoles (1995, 1996)	France	42	1.78	0.556*	Régression	2
D'Arcimoles/Fakhfakh (1997)	France	466	0.94	0.044	Régression	8
Barker/Mone (1994)	Etats-Unis	32	-1.12	-0.192	Comparaison de moyennes	5
BarkerMone (1994)	Etats-Unis	32	1.88	0.323	Comparaison de moyennes	2
Cascio et al. (1997)	Etats-Unis	3290	1.58	0.029	Comparaison de moyennes	1
Cascio et al. (1997)	Etats-Unis	3290	1.68	-0.028	Comparaison de moyennes	2
De Meuse et al. (1994)	Etats-Unis	52	-2.34	-0.509***	Comparaison de moyennes	7, 6 et 4
De Meuse et al. (1994)	Etats-Unis	52	-1.75	-0.057*	Comparaison de moyennes	2
Espahbodi et al. (2000)	Etats-Unis	113	-0.12	-0.004	Comparaison de moyennes	2
Espahbodi et al. (2000)	Etats-Unis	113	1.20	0.081	Comparaison de moyennes	4
Iqbal/Shetty (1995)	Etats-Unis	312	-3.41	-0.271***	Régression	4
Krishnan/Park (1998)	Etats-Unis	76	-1.04	-0.005	Régression	2
Mentzer (1996)	Canada	100	0.03	0.001	Régression	2
McElroy/Morrow/Rude (2001)	Etats-Unis	31	-2.34	-0.735***	Régression	9

¹¹² *, **, *** respectivement significatif au seuil de 10, 5, et 1%. a et b font référence à des estimations utilisant des indicateurs de performance différents au sein d'une même étude.

1 = Annual Return on Common Stock ; 2 = Change in ROA (Return on Assets), Change in ROI (Return on Investments), Change in ROE (Return on Equity) ou Change in ROS (Return on Sales) ; 3 = Rentabilité financière (Résultat net/Capitaux propres) ; 4 = ROE (Return on Equity) ; 5 = ROI (Return on Investments) ; 6 = ROA (Return on Assets) ; 7 = Rentabilité commerciale (Profit margin) ; 8 = Rentabilité économique (Résultat brut d'exploitation / Immobilisations nettes) ou ROC (Return on Capital) ; 9 = autres indicateurs.

Robin Perase (1992)	Etats-Unis	32	2.05	0.588**	Comparaisons de moyennes	2
Sentis (1998)	France	90	1.45	0.152	Comparaisons de moyennes	3
Wayhan /Werner (2000)	Etats-Unis	225	1.96	0.109**	Régression	2

Source : Noel (2005)

4.2.2. *Licenciements des salariés et réaction des marchés financiers*

Plusieurs travaux portant sur les effets des licenciements montrent un effet positif sur les cours boursiers en se basant sur le fait que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires dans le processus de création de richesse. D'autres études concluent des réactions négatives des marchés financiers suite aux réductions des effectifs.

Afin d'étudier la réaction des marchés financiers suite aux annonces de licenciements des salariés, nous présentons quelques études françaises. Hubler et al. (2004) repèrent les travaux étudiant l'effet de l'annonce de suppressions d'emploi sur les marchés financiers. Les travaux d'Abowd et al. (1990) et Hubler et al. (2004) concluent une réaction négative des marchés financiers expliquée par la méfiance des investisseurs potentiels de la situation financière des entreprises qui réduisent leurs effectifs.

Inversement, d'Arcimoles et Fakhfakh (1997) concluent à un effet positif sur les marchés financiers inversement aux marchés japonais ou américain (Lee, 1997 ; Worell et al., 1991). Dans leurs travaux, les auteurs présentent deux types de réactions des marchés financiers selon la stratégie des entreprises au moment de l'annonce des suppressions d'emplois (Worrell et al. 1991). En effet, les firmes qui réduisent leurs effectifs suite à une « *détresse financière* » adoptent une stratégie défensive afin d'augmenter la performance financière. Inversement, d'autres firmes procèdent aux licenciements afin de maximiser la rentabilité (stratégie offensive). Plusieurs travaux (Kalra et al., 1994 ; Palmon et al., 1997 ; Gunderson et al., 1997 et Hubler et al., 2004) concluent que les marchés réagissent positivement dans le cadre des entreprises adoptant une stratégie offensive et négativement lorsque la stratégie est défensive.

En étudiant la performance des firmes françaises pendant la période 1992-2001, Meschi et al. (2002) testent l'effet des annonces de réductions d'effectifs sur les cours boursiers en utilisant le rendement anormal du titre. Les résultats des régressions montrent des réactions différentes selon la stratégie de l'entreprise. Dans le cadre d'une stratégie

offensive, les marchés enregistrent des réactions positives suite aux annonces de suppressions d'emplois et négatives selon la stratégie défensive.

De même, Sentis (1998) étudie l'impact des licenciements sur la performance de 90 firmes françaises qui réduisent plus de 10 salariés sur la période 1991-1995. L'auteur décompose son échantillon en deux sous échantillons : Les entreprises P enregistrent une augmentation de la richesse des salariés après la réduction des effectifs et les entreprises N, dans le cas contraire. L'auteur utilise des variables liées à l'endettement, la performance générale de l'entreprise, la répartition de la valeur ajoutée et la rentabilité financière pour l'actionnaire, le taux de rentabilité boursière (TB)¹¹³ de l'action et le taux de rentabilité financière des capitaux propres (TF)¹¹⁴.

Les résultats des travaux montrent que les marchés réagissent favorablement dans les entreprises qui favorisent le personnel dans la répartition de la valeur ajoutée. Inversement à la thèse de transfert de richesse au profit des actionnaires suite aux licenciements, Sentis (1998) montre que la part de valeur allouée aux actionnaires est faible.

Inversement aux travaux précédents, en étudiant le cas Vivarte, Severin et Scoyez (2004) ne concluent aucun effet significatif de la réduction des effectifs sur les marchés financiers.

Les études anglo-saxonnes des réactions des marchés suite aux licenciements montrent des différences par rapport aux études françaises. Abowd et al. (1990), en se basant sur un échantillon de 154 entreprises en 1980, puis 195 entreprises en 1987, étudient l'effet des réductions d'effectifs sur les rendements anormaux des titres. Les auteurs concluent à un effet négatif sur les cours boursiers. Elayan et al. (1998) étudient l'effet de 646 annonces de licenciements du Wall Street Journal sur la performance des firmes et concluent que les licenciements permanents ont un impact plus négatif sur les rendements cumulés moyens que les licenciements temporaires. Worell et al. (1991), sur la base d'un échantillon de 194 entreprises, concluent à une réaction positive dans le cas d'une restructuration ou d'une réorganisation de l'entreprise et négative si l'entreprise réduit les effectifs suite à une détresse financière.

¹¹³ TB = cours de l'action en t + dividende en t – cours de l'action en t – 1 / cours de l'action en t-1.

¹¹⁴ TF = résultat net/valeur de marché des capitaux propres.

Les différences dans les réactions des marchés financiers suite aux réductions d'effectifs sont expliquées par plusieurs facteurs tels que le système de gouvernance qui prend en considération les salariés dans le processus de création de valeur et la structure d'actionariat des firmes. De même, les résultats dépendent de certaines variables telles que la nature des réductions d'effectifs, les caractéristiques de la firme et l'ampleur des licenciements.

Les réductions d'effectifs et la possibilité d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés sont souvent les sources de conflits d'intérêts entre les deux parties prenantes. A l'instar des études empiriques précédentes portant sur l'effet des décisions de réductions d'effectifs sur la performance des firmes ainsi que sur la répartition de la valeur créée, nous concluons à des disparités entre les études françaises et anglo-saxonnes. Ceci nous amène à l'hypothèse suivante :

Hypothèse H12 : La réduction des effectifs s'accompagne d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

Plusieurs travaux (Worrell et al., 1991 ; Spivey et al., 1994 ; Mentzer, 1996 ; Pouder, 1999) ont étudié l'effet des différents aspects tels l'ampleur du licenciement et le caractère récurrent ou non des licenciements sur les cours boursiers. Gunderson et al. (1997) montrent que l'amplitude des plans de suppressions d'emplois (le nombre d'emplois touchés par rapport au nombre total d'emplois) affecte négativement les cours boursiers. De même, le marché réagit négativement (positivement) et d'une manière significative suite à la première annonce de suppression (l'entreprise ne licencie pas pour la première fois) (Ursel et Armstrong-Stassen, 1995).

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons traité la vision pluraliste de la firme présentée comme un nœud de contrat entre les différents apporteurs de capitaux. De ce fait, nous avons développé une nouvelle conception de création de valeur partenariale qui remet en cause la conception traditionnelle de création de la valeur actionnariale et qui prend en considération l'ensemble des stakeholders.

De même, nous avons présenté le système de partage de la valeur ajoutée entre les parties prenantes ainsi que la relation conflictuelle au sein de la firme.

Dans une dernière section, nous avons montré que les décisions de réduction d'effectifs prises par les dirigeants (supposant agir dans l'intérêt des actionnaires) afin de maximiser la valeur actionnariale ne contribuent pas nécessairement, selon des travaux empiriques, à une augmentation de la part de richesse allouée aux actionnaires.

Avant d'aborder l'étude empirique, nous présentons une synthèse des travaux empiriques les plus importants portant sur la relation entre les différents droits accordés aux salariés ainsi que leurs impacts sur la performance des firmes d'une part et la richesse des actionnaires d'autre part dans le tableau ci-dessous :

Tableau 19 : Les droits accordés aux salariés, performance des firmes et richesse des actionnaires¹¹⁵

Variables indépendantes	Références de l'article	Echantillon, période et pays d'étude	Résultats significatifs ¹¹⁶
La représentation syndicale	Booth et MacCullough (1999)	France	La représentation syndicale influence négativement la performance financière quelque soit la variable à expliquée (la rentabilité financière, la rentabilité du capital, le Q de Tobin)
	Hubler et Schmidt (1996, 1998)	Etats-Unis	La présence syndicale influence positivement l'évolution des cours boursiers.
	Machin et Stewart(1990)	1134 établissements du secteur privé pendant la période 1980-1984 en Grande Bretagne.	La performance financière des établissements syndiqués est plus faible que celle des autres établissements.
	Hirsch (1991)	632 entreprises de secteur manufacturier aux USA	Les syndicats ont un impact négatif sur les profits (<i>q</i> de Tobin) de l'entreprise (entre -14 et -20 selon l'indicateur). Le degré de concentration du secteur ne semble pas constituer une source de gain importante pour les syndicats.
	Morishima et Copping (1991)	120 entreprises canadiennes en 1980	L'interaction entre la part de marché et la présence syndicale a un effet négatif sur la rentabilité des entreprises mais la seule présence syndicale n'a pas d'effet significatif.
	Becker et Olson (1992)	297 entreprises américaines en 1977	Les entreprises syndiquées ont une marge bénéficiaire (PCM) et une valeur excédentaire (Excess value) plus faibles que les entreprises non syndiquées. La source de la rente syndicale semble être les gains associés à la RetD.
	Drago et Wooden (1992)	2004 entreprises australiennes en 1990	Pas d'effet négatif de la présence syndicale sur la rentabilité des investissements (ROI, Return
	La Porta et Jenkins (1996)	62 sous secteurs de l'industrie manufacturière canadienne en 1987	Les résultats mettent en évidence une relation positive entre la syndicalisation et la rentabilité des entreprises à des niveaux faibles de concentration du marché. La relation devient cependant de plus en plus négative à des niveaux de concentration au-dessus de la moyenne.
	Machin et Stewart (1996)	892 établissements du secteur privé britannique en 1990.	L'impact négatif sur la performance financière est constaté uniquement dans les cas suivants : existence d'accords de « <i>closed-shop</i> » et entreprises ayant un certain pouvoir sur leur marché.

¹¹⁵ Les études présentant la relation entre le licenciement des salariés et la performance des firmes est présentée dans le tableau n°19.

¹¹⁶ Les résultats des différents travaux portent essentiellement sur la performance financière et boursière des firmes ainsi que sur la répartition de la valeur ajoutée.

	Menezes-Filho (1997)	Entreprises britanniques dans la période 1984-1990	La présence syndicale est associée négativement à la performance financière mais cette association négative a tendance à diminuer au cours du temps.
	Bryson (1999)	WIRS (Workplace Industrial Relations Survey) en 1990 en Grande Bretagne.	Effet négatif du taux de syndicalisation sur la performance financière.
	Addison et Belfield (2000)	WERS(Workplace Employment Relations Survey) en 1998 en Grande Bretagne.	Pas d'effet significatif de la présence syndicale sur la performance financière.
	Mathieu-Morvan (2001)	140 entreprises du secteur des équipementiers automobiles en France.	Les résultats mettent en exergue une relation négative entre le taux de syndicalisation et la performance financière, mesurée par les ratios Résultat net / Capitaux propres et Résultat net/CA HT. Cependant, ces résultats sont sensibles au retrait des valeurs extrêmes de l'échantillon.
		476 petites entreprises indépendantes en 1993 et 1996 aux Etats-Unis	Les résultats mettent en évidence une relation positive significative entre la présence syndicale et le q de Tobin, en contradiction avec la plupart des études existantes aux USA.
	Laroche (2004)	Données françaises issues de l'enquête REPONSE menée par la DARES en 1998 sur près de 2978 établissements de plus de vingt salariés.	Les résultats de ces travaux montrent une absence de relation entre la performance financière et la présence syndicale. De même, l'effet des syndicats sur la rentabilité de l'entreprise est supposé plus marqué pour les entreprises soumises à une faible concurrence.
	Neumann, 1980 ; Ruback et Zimmerman, 1984 ; Becker et Olson, 1986, 1987).		Les études concluent, pour la majorité, aux effets négatifs de la présence syndicale, que celle-ci se traduise sous forme de grèves, d'élections syndicales, de la reconnaissance d'un syndicat... sur la performance boursière.
L'actionnariat des salariés	Quarey et Rosen (1987).	après d'une étude longitudinale, en étudiant l'impact de trois types d'ESOP (avec ou sans politique de participation).	Les études concluent une disparité au niveau de rentabilité : les firmes adoptant des ESOP avec une participation à la gestion présentent un niveau de rentabilité le plus élevé par rapport aux autres groupes.
	Mehran, 1999	Une étude auprès de 382 entreprises adoptant des plans ESOP.	Les entreprises adoptant des ESOP dégagent une performance boursière de 26,1 comparée à 19,2 pour les entreprises sans ESOP et que 60 des entreprises enregistrent une augmentation dans les cours boursiers après l'annonce des plans d'ESOP.
	Trébuq (2002)	L'étude est menée à partir d'un échantillon de 109 entreprises cotées appartenant à l'indice SBF 250.	Les résultats ne confirment pas l'hypothèse d'un impact positif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur actionnariale aussi bien dans le modèle complet (création de valeur en termes large) que dans le modèle individuel (la part de valeur allouée aux différentes parties prenantes).

La formation des salariés	D'Arcimoles (1995).	Une étude faite à partir d'un échantillon multisectoriel en France.	Les résultats de cette études montrent une relation positive entre les programme de formation des salariés avec la rentabilité économique et financière
	Bassi et al. (2002)	Une étude faite à partir d'un échantillon d'entreprise américaine	L'étude montre un effet positif de la formation sur la rentabilité des capitaux.
La participation des salariés à la gestion	Roe (2001)	Une étude comparative des pays protégeant les salariés.	Les études montrent une relation négative entre la participation des salariés à la gestion (essentiellement leurs présences dans les conseils) et la performance financière de la firme et la richesse des actionnaires.
L'endettement	Dagsupta, Sengupta (1993)		Ils montrent que les actionnaires utilisent l'endettement afin de minimiser les réclamations des salariés et éviter le problème de sous investissement
	Bronars et Deere (1991)		Ils montrent que la dette limite le pouvoir des syndicats ainsi que leurs formations. De même, la firme utilise sa structure de capital afin d'influencer le comportement des concurrents, des clients et des fournisseurs
	Matsa (2006)	Echantillon des firmes manufacturières pendant les années 1970, 1980 et 1990	L'étude montre que lorsqu'une firme maintient un niveau élevé de liquidité, les salariés demandent une augmentation des salaires ce qui va à l'encontre des apporteurs des capitaux. De ce fait, la firme sera incitée à utiliser les financements externes (endettement) afin de limiter la négociation des syndicats ainsi que leurs formations.

Conclusion de la première partie

Dans la partie théorique, nous avons présenté les différents travaux portant sur la relation entre les droits accordés aux actionnaires et aux salariés et la performance des firmes d'une part et la répartition de la valeur ajoutée d'autre part.

Dans le premier chapitre, nous avons présenté la thèse « Law and Finance » soutenue par La Porta et al (1996, 1998, 1999) expliquant les disparités des systèmes financiers ainsi que la structure d'actionnariat dans le monde à travers le niveau de protection accordé aux investisseurs ainsi que la qualité d'application de la loi. Les auteurs montrent que les pays de common law offrent aux actionnaires une protection juridique élevée qui permet d'augmenter la part de richesse allouée à ces derniers. Inversement aux pays de droit civil où les actionnaires minoritaires sont moins protégés et la structure d'actionnariat est concentrée.

De même, nous avons présenté l'impact des mécanismes internes de gouvernance sur le niveau de protection des actionnaires et par conséquent, sur leur richesse. Nous avons montré l'impact du conseil d'administration (taille, nombre de réunions), la présence des administrateurs externes ainsi que la structure de propriété des firmes sur la réduction du niveau d'expropriation des actionnaires et l'amélioration de la richesse des actionnaires.

Dans le deuxième chapitre, nous avons présenté les différentes critiques adressées aux travaux de La Porta et al. (1997, 1999). En effet, le développement des marchés financiers ainsi que la structure de propriété ne peuvent pas être expliqués seulement par les droits accordés aux actionnaires. De ce fait, nous nous sommes intéressés à une vision pluraliste de la firme où l'ensemble des stakeholders est pris en considération dans le but de maximiser la valeur partenariale et non seulement celle des actionnaires.

Certains droits ont été accordés aux salariés afin de réduire les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes et principalement les salariés. Ces derniers disposent du droit de participer à la vie de l'entreprise par l'intermédiaire des représentants de personnel (comités, syndicats...) ou lors d'une participation aux instances de gestion afin d'accéder aux informations et contrôler la gestion. De même, les salariés disposent du droit à la participation financière sous la forme d'une participation au capital (actionnariat salariés) ou une participation aux bénéfices (intéressement, participation) ainsi que le droit à

la formation professionnelle. Ces droits affectent la performance des firmes ainsi que le système de partage de la valeur ajoutée.

Dans le troisième chapitre, nous avons présenté la relation conflictuelle entre les actionnaires et les salariés et la notion de partage de richesse. Plusieurs travaux montrent que l'augmentation de la part de richesse allouée aux actionnaires se fait au détriment des salariés. De même, nous avons étudié les effets des réductions d'effectifs sur la richesse des actionnaires.

**PARTIE EMPIRIQUE : DROITS DES
ACTIONNAIRES ET DES SALAIRES ET
REPARTITION DE RICHESSE : APPLICATION AU
CONTEXTE FRANCAIS**

Dans la première partie, nous avons étudié, au premier lieu, l'impact des différents droits accordés aux actionnaires ainsi que des mécanismes de gouvernance sur la richesse des actionnaires. Dans un second lieu, nous avons présenté les caractéristiques de la gouvernance partenariale, les droits accordés aux salariés ainsi que l'impact sur la répartition de la valeur ajoutée. Dans un dernier lieu, nous avons étudié les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les salariés sur la répartition de la valeur ajoutée.

Dans la deuxième partie de ce travail, nous testons empiriquement la relation entre la richesse des actionnaires et celle des salariés dans le contexte français. Le choix de cette étude consiste à présenter un éclaircissement sur la relation conflictuelle entre les actionnaires et les salariés sur la distribution de richesse et l'existence d'un éventuel transfert au détriment des apporteurs du capital humain. De même, nous avons voulu présenté les critiques de la gouvernance actionnariale dans la recherche des intérêts des actionnaires sans prendre en considération les salariés. Notre étude constitue un prolongement des travaux de La porta et al. sur les droits accordés aux actionnaires dans les pays de droit commun et civil. Par rapport à ces travaux, nous avons choisi le cas de la France, pays de droit civil, offrant une faible protection aux actionnaires et protégeant les salariés vu qu'elle présente une sociale démocratie. Nous examinons, de même, l'impact des différents droits sur la répartition de richesse selon la structure de propriété de la firme.

Cette deuxième partie sera subdivisée en deux chapitres. Le premier est consacré à la méthodologie de recherche. Tout d'abord, nous rappelons nos hypothèses de recherche et nous présentons, ensuite l'échantillon et la méthode de collecte des données avant de procéder au choix et à la mesure des variables. Nous exposerons, enfin, les modèles économétriques. Les résultats et leurs interprétations seront présentés au deuxième chapitre. Après avoir présenté les statistiques descriptives concernant notre échantillon, nous exposerons successivement les résultats des déterminants de la richesse des actionnaires et celle des salariés et les différences de cet impact selon la structure de propriété. Nous présentons, enfin, les résultats des différents tests afin de vérifier la robustesse des résultats obtenus.

**CHAPITRE 1 : LA DEMARCHE
METHODOLOGIQUE DE LA RECHERCHE**

Introduction

La première partie de ce travail a permis de montrer que les différents droits accordés aux actionnaires ainsi que certains mécanismes de gouvernance affectent leur richesse. De même, nous avons montré que les droits des salariés influencent leur richesse et la répartition de la valeur ajoutée. Toutefois, la relation conflictuelle entre les actionnaires et les salariés concernant la répartition de la valeur ajoutée a permis de montrer une substituabilité entre les deux parts de richesses.

Dans ce travail, nous proposons d'examiner les déterminants de la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les salariés dans le contexte français. Nous examinons l'effet des droits des actionnaires et des salariés, d'une part, sur la richesse des actionnaires et d'autre part sur la richesse des salariés.

Dans ce chapitre, nous allons exposer la démarche de recherche adoptée pour la réalisation de l'étude empirique. Dans une première section, nous rappelons les objectifs de la recherche, la période de l'étude ainsi que notre base de données. Dans une deuxième section, nous présentons les différentes variables et les indicateurs financiers afin de mesurer la performance des firmes et la part de richesse allouée aux parties prenantes (actionnaires et salariés) ainsi que la méthode statistique utilisée. Enfin, la troisième section, sera consacrée à la présentation de notre modèle et les différentes hypothèses à tester.

Section 1 : Objectifs et hypothèses de la recherche

1.1. Rappel des objectifs de la recherche

La théorie traditionnelle de la gouvernance d'entreprise accorde une place primordiale aux intérêts des actionnaires dans le processus de création de valeur. Suite aux différentes critiques adressées à cette théorie qui néglige les autres parties prenantes, une nouvelle gouvernance partenariale a émergé où les intérêts des salariés sont défendus et la valeur créée par la firme est une valeur regroupant tous les « *stakeholders* » (Charreaux et Desbrières, 1998). Par conséquent, un nouveau concept s'est développé celui de la création de valeur partenariale, fondé sur une approche pluraliste de la firme (Albert, 1991 ; Blair 1995 ; Yoshimori, 1995). Ce concept s'oppose à la théorie traditionnelle ayant un caractère moniste où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération dans le processus de création de valeur.

De ce fait, une nouvelle conception s'est développée celle de la gouvernance partenariale où les intérêts des parties prenantes, notamment, les salariés sont pris en considération dans la répartition de la valeur ajoutée. En se basant sur une vision globale de la firme, Hirigoyen (1997) propose de passer d'une « *gouvernance d'agence* » à une « *gouvernance de partenariat* » afin de créer un équilibre entre les apporteurs de capitaux dans le processus de répartition de richesse. Selon Garvey et Swan (1994), « *La gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires, en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération (...). En effet, c'est seulement lorsque les contrats sont incomplets que les problèmes de gouvernance deviennent intéressants mais, en conséquence, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* ».

Selon Charreaux (1997), « *l'assimilation de la notion d'efficacité à celle de la création de valeur pour les actionnaires suppose des conditions encore plus strictes, notamment qu'ils soient les propriétaires exclusifs de la firme, en définissant la propriété de la firme comme la détention simultanée des droits de contrôle résiduels et des droits à l'appropriation des gains résiduels. Sous cette hypothèse, les actionnaires supportent l'intégralité des conséquences des décisions prises et il est équivalent de maximiser la*

valeur totale de la firme ou la valeur pour les actionnaires, seuls créanciers résiduels. Cependant, avec cette définition de la propriété, l'identification des propriétaires devient complexe, par exemple, les actionnaires, notamment ceux des grandes sociétés cotées de type managérial qui ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels, ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété ».

Différents travaux ont montré que des conflits d'intérêts naissent lors de la répartition de la valeur ajoutée et chacun des parties procède à augmenter sa part au détriment des autres. Selon Sentis (1998), cette richesse est partagée entre les différentes parties prenantes : les salariés qui ont fourni le travail nécessaire à la production, les actionnaires et les créanciers qui ont fourni le capital nécessaire à la production, l'Etat qui prélève des impôts afin de financer les dépenses publiques.

Afin de réduire les différents conflits, les dirigeants agissent afin de modifier la répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes. Ils réduisent la richesse attribuée aux salariés en optant à la détérioration du rapport salarial par la réduction des effectifs. Par conséquent, une création de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

De ce fait, certains mécanismes sont mis en place tels que les systèmes de participation, d'incitation ou d'actionnariat des salariés¹¹⁷, la présence des syndicats, les comités d'audit, le droit de travail, le droit de société... (Desbrières, 2002) afin de protéger les salariés et converger leurs intérêts avec celui des actionnaires.

Différentes études montrent que les droits accordés aux salariés telles que la représentation dans l'entreprise, la représentation syndicale, la formation professionnelle, la participation financière (actionnariat des salariés), la stabilité de l'emploi affectent d'une manière générale la performance des firmes et spécifiquement la part de richesse allouée aux différentes parties prenantes.

L'objectif de notre recherche est d'étudier l'impact des droits accordés aux actionnaires et aux salariés sur leurs parts de richesses dans la valeur ajoutée. L'objectif principal consiste à identifier la relation entre la richesse des actionnaires et celle des salariés. S'agit-il d'une relation de complémentarité ou de substituabilité entre les deux parts de richesse ?

¹¹⁷ L'actionnariat des salariés permet d'assurer la pérennité du travail (Hill et Jones, 1992).

C'est dans ce cadre de recherche que nous présentons les objectifs suivants :

Objectif 1

Présenter les disparités dans les différents pays dans le système de protection des actionnaires et des salariés ainsi qu'identifier les différents droits qui leurs sont accordés.

Objectif 2

Etudier l'impact des droits accordés aux actionnaires et aux salariés sur la répartition de la valeur ajoutée.

Objectif 3

Etudier les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les salariés sur la répartition de la valeur ajoutée. Vérifier l'idée selon laquelle l'expropriation des salariés profiterait aux actionnaires.

Objectif 4

Etudier la relation entre les droits accordés aux salariés et actionnaires sur la répartition de la richesse selon la structure de propriété des firmes.

Est-ce que l'impact des différents droits varie selon la structure de propriété ?

1.2. Méthode de recueil des données

Elle comprend trois étapes :

1.2.1. Identification des événements à étudier

Dans cette étape, nous nous limitons aux droits des salariés et des actionnaires figurant dans les rapports annuels et les documents de référence des sociétés cotées. Du côté des salariés, ces droits portent essentiellement sur la représentation des salariés dans l'entreprise, la présence syndicale, la formation professionnelle, l'actionnariat des salariés, la stabilité de l'emploi en limitant les licenciements économiques.

Du côté des actionnaires, le niveau de protection est mesuré par un indice synthétique regroupant dix sept droits (ind17) ainsi que des variables de gouvernance telles

que la structure de propriété mesurée par la part du capital détenue par le public, les caractéristiques du conseil d'administration (taille, nombre d'administrateurs externes, nombre de réunion).

En se référant à notre problématique portant sur les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes sur la notion de répartition de valeur, nous utilisons les variables dépendantes suivantes : la part de richesse allouée aux actionnaires (PAA) et celle allouée aux salariés (PAS).

1.2.2. Identification de la période d'étude

La sélection d'un échantillon est toujours une étape problématique dans l'élaboration d'une étude empirique. Afin d'étudier l'impact des droits accordés aux actionnaires (aux salariés) d'une part sur leur part de richesse allouée et d'autre part sur la performance des firmes en France, un échantillon initial de données a été constitué sur la période 2000-2005. Au début de notre recherche, nous avons commencé par consulter les rapports annuels et les documents de référence des sociétés françaises cotées du SBF 250¹¹⁸ (cet indice étant censé être le plus représentatif des différentes activités de l'économie française (Trebucq, 2002)) afin d'extraire les différents droits accordés aux actionnaires et aux salariés. Dans notre étude, nous nous sommes limités à la période 2000-2005 encadrant la période de promulgation de la loi de Nouvelles Régulations Économiques (NRE) en 2001 et la Loi de Sécurité Financière (LSF) du 1er août 2003. A partir de cet échantillon, nous avons volontairement exclu certains secteurs d'activité comme les sociétés du secteur financier¹¹⁹, du secteur des assurances et des sociétés de portefeuille du fait de la présentation spécifique de leurs comptes économiques et financiers (15 sociétés). Notre échantillon a été considérablement réduit par la suite, puisque nous avons retenu que les entreprises pour lesquelles nous disposions de leurs états comptables (bilans et comptes de résultat) nécessaires au calcul de la répartition de la valeur ajoutée sur la période d'étude, ainsi que les différents droits accordés aux actionnaires et aux salariés. L'échantillon final de notre étude est composé de 85 entreprises non financières comprenant 510 observations (Annexe 5¹²⁰).

¹¹⁸ L'indice comprend les valeurs de l'indice CAC 40 et l'indice SBF 120.

¹¹⁹ « *The financial firms are excluded to facilitate comparisons of the performance measures* », in Iqbal. Z et Akhigbe. A, « Changes in corporate performance associated with layoffs », *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol. 10, n°2, summer 1997, p. 17-26.

¹²⁰ Les sociétés en gras comportent des informations manquantes.

Évolution de l'échantillon :

	Entreprises	Observations
Échantillon de départ	138	828
Banques et compagnies d'assurance	15 ¹²¹	90
Informations manquantes	38	228
Échantillon final	85	510

1.2.3. Sélection de l'échantillon d'entreprises

Nous choisissons d'étudier le cas français et notre choix est justifié par les raisons suivantes :

En France, la concentration de la structure d'actionnariat favorise l'expropriation des minoritaires et le niveau de protection des investisseurs est relativement faible. Le tableau de protection des investisseurs, inspiré des travaux de La Porta et al. (1998), montre que la France présente un indice de protection des actionnaires le plus faible (2.33) inversement aux pays de droit commun (4.00). Nous nous basons sur les travaux de La Porta et al. (2000) qui ont examiné l'influence du niveau de protection accordé aux investisseurs sur la politique de distribution de dividende, le développement des marchés financiers, la structure de propriété. Dans notre étude, nous avons procédé à une extension de leurs travaux afin d'étudier cet effet sur la part de richesse allouée aux actionnaires dans la valeur ajoutée. De plus, les critiques adressées aux travaux de La Porta et al. (1998) montrent que la concentration de la structure de propriété n'est pas liée à une faible protection aux actionnaires mais à cause de la protection des salariés (cas de la Suède). Nous avons choisi d'étudier le cas de la France puisqu'il s'agit d'un pays de droit civil présentant une sociale démocratie. C'est la raison pour la quelle on s'est intéressé à étudier les droits accordés aux actionnaires et aux salariés.

Du côté des salariés, dans le cadre d'une gouvernance partenariale, le phénomène de création de valeur ne se limite pas à la seule valeur actionnariale mais il prend en considération les autres parties prenantes (les salariés, les créanciers, l'Etat, les fournisseurs). Dans notre étude, nous testons l'impact de certains droits accordés aux salariés telles que la stabilité de l'emploi, la participation financière, la représentation des

¹²¹ APRIL GROUP, AXA, BNP PARIBAS, BOURSORAMA, CNP ASSURANCE, CREDIT AGRICOLE SA, DEXIA, EULER & HERMES, EURONEXT, FININFO GENERALE DE SANTE, PARIS ORLEANS, SCOR, SOCIETE GENERALE, UNION FINANCIERE DE FRANCE BANQUE, VIEL et CIE.

salariés dans l'entreprise, la représentation syndicale, la formation professionnelle... sur leur part de richesse allouée. En France, la représentation des salariés s'est améliorée suite à l'instauration de la loi « *sur les nouvelles régulations économiques* » en 2001 (nommée la modernisation sociale) portant sur l'importance de la présence des syndicats dans les entreprises. La France présente un taux de syndicalisation le plus faible (9%) inversement à la Suède (91%). De même, une comparaison internationale montre des disparités entre pays concernant le droit de formation accordé aux salariés ; la France présente un indice le plus faible inversement à la Suède qui présente l'indice le plus élevé des pays européens. De même, la participation financière et principalement l'actionnariat des salariés est promu, en France, afin de protéger les salariés et limiter les licenciements c'est-à-dire pour modifier l'équilibre au profit des salariés et au détriment des actionnaires et non pas un moyen de motivation des salariés (dans les pays anglo-saxons).

Le traitement statistique des données est fait à l'aide du logiciel STATA version 8.0 pour l'application des statistiques descriptives, des modèles de régression et des tests statistiques.

Section 2 : Définitions et mesures des variables

L'objectif de notre recherche est d'étudier la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les salariés. D'un côté, la richesse des actionnaires est expliquée par un indice regroupant les droits dont jouissent les actionnaires ainsi que des variables de gouvernance. De l'autre côté, la richesse des salariés est expliquée par certains droits qui leurs sont accordés. L'objectif de cette étude est d'étudier l'effet des droits accordés aux actionnaires et aux salariés sur leurs parts dans la valeur ajoutée selon la structure d'actionnariat des firmes. De même, nous testons l'hypothèse de transfert de richesse des salariés aux actionnaires. Est-ce que l'augmentation de la richesse des actionnaires se fait au détriment des salariés ?

Le choix de notre problématique provient des disparités entre pays¹²² au niveau des droits accordés aux actionnaires et aux salariés : Les Etats-Unis offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires à l'encontre des salariés inversement à la Suède, alors que la France occupe une place intermédiaire. De même, le taux de syndicalisation des salariés dans chaque pays représente une variable importante dans la protection des salariés.

¹²² Les Etats-Unis, la France et la Suède.

Plusieurs disparités entre pays concernant l'intervention syndicale sont expliquées par la spécificité du système structurel, des modes d'action des syndicats...dans chaque pays. La présence d'un monopole syndical aux Etats-Unis, du close-shop en Grande-Bretagne, du système de relations professionnelles français caractérisé par des règles de source politique, jurisprudentielle et conventionnelle, et du système allemand basé sur la notion de cogestion¹²³ (Laroche, 2004).

Notre choix des différents droits accordés aux actionnaires et aux salariés est contraint par les rapports annuels, les documents de référence et les comptes consolidés des entreprises cotées en France. Les variables dépendantes portent sur la part de richesse allouée aux différentes parties prenantes (essentiellement les actionnaires et les salariés).

Pour modéliser nos hypothèses, nous avons mesuré des variables dépendantes, indépendantes et de contrôle. Le choix de ces variables est expliqué ci-dessous :

2.1. Mesures des variables dépendantes

2.1.1. Répartition de la valeur ajoutée

La valeur ajoutée est mesurée par la différence entre les ventes (chiffre d'affaires) et les achats externes¹²⁴ (achats de marchandises, matières premières, autres achats et charges externes). Après la répartition de la valeur ajoutée entre les charges de personnel, les impôts et taxes, le solde représente un excédent brut d'exploitation utilisé dans le paiement des charges d'exploitation et des créanciers. Additionné au produit de ses placements, l'entreprise dégage un résultat courant utilisé dans le paiement de l'impôt sur les sociétés. Le reste représente le résultat net dont une partie est utilisée afin de rémunérer les actionnaires et une partie est mise en réserve pour financer de nouveaux investissements.

La valeur ajoutée est déterminée à partir du compte de résultats de la manière suivante :

¹²³ La France présente le taux de syndicalisation le plus faible 9%, inversement à la Suède où ce taux est de 91% et dans une situation intermédiaire les Etats-Unis.

¹²⁴ Les entreprises qui ont recours à la sous-traitance externe au lieu d'embaucher des salariés enregistrent une baisse de la valeur ajoutée.

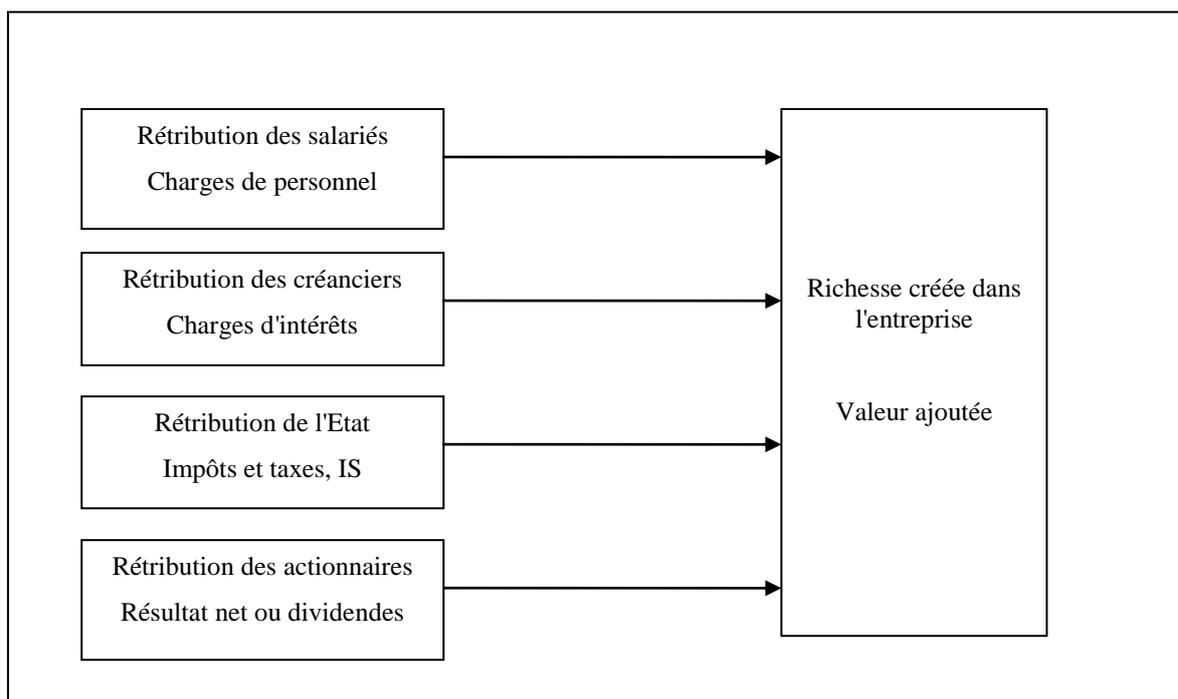
Compte de résultat

Chiffre d'affaires total (HT)
+ production immobilisée + production stockée + autres produits d'exploitation
A. Total des produits d'exploit.
Autres achats et charges externes
B. Total consommation en provenance de tiers
C. Valeur ajoutée (A - B)
+ subvention d'exploitation - impôts et taxes - charges de personnel - participation des salariés
D. Excédent brut d'exploitation
- dotation aux amortissements - dotation aux provisions autres charges d'exploitation + autres produits d'exploitation
E. Résultat d'exploitation
+ produits financiers - charges financières
F. Résultat courant avant impôts
+ produits exceptionnels - charges exceptionnelles - impôts sur les bénéfices - Dotation amortissement écarts d'acquisition
G. Résultat de l'exercice

La valeur ajoutée représente un estimateur partiel de la valeur créée par l'entreprise et un indicateur pertinent de la répartition de richesse. Cette rente¹²⁵ créée est partagée entre les différentes parties prenantes : les salariés qui ont fourni le travail, les actionnaires et les créanciers en tant qu'apporteurs des capitaux de financement, l'Etat qui prélève pour financer les dépenses publiques des impôts sur la production (Sentis, 1998). Selon l'approche traditionnelle, les actionnaires représentent les créanciers résiduels inversement à l'approche partenariale où l'ensemble des parties prenantes est pris en considération dans la création et la répartition de la valeur ajoutée.

¹²⁵ La valeur ajoutée.

Figure 2 : Répartition de la valeur ajoutée



Source : Sentis (1998)

On propose donc d'étudier la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires, les salariés et les créanciers sur toute la période d'étude. Dans notre étude, à l'instar des travaux de Sentis (1998), nous mesurons la part des actionnaires par le rapport entre le résultat net et la valeur ajoutée. Le résultat net, représentant l'enrichissement ou l'appauvrissement de l'entreprise, peut être distribué aux actionnaires sous forme de dividendes ou mis en réserves afin de financer de nouveaux investissements. Poulain-Rehm (2007) utilise le ratio dividende / valeur ajoutée afin de mesurer la richesse des actionnaires.

La part des salariés dans la valeur ajoutée est mesurée par le rapport entre les charges de personnel et la valeur ajoutée (Sentis, 1998 et Poulain Rehm, 2007). Askénazy (2003) définit la part de richesse allouée aux salariés comme le rapport entre la rémunération du travail et la valeur ajoutée.

Enfin, la part de valeur affectée aux créanciers est calculée par le ratio entre les charges financières ou intérêts et charges assimilées et la valeur ajoutée (Sentis, 1998 et Poulain-Rehm, 2007).

2.1.2. Mesures de la performance

Les ratios de rentabilité financière et économique représentent deux indicateurs de la performance passée d'une firme inversement au Q de Tobin qui permet de mesurer la performance future anticipée. Le Q de Tobin¹²⁶ est mesurée par le rapport entre la valeur de marché des actifs et la valeur comptable des actifs. La valeur de marché des actifs est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres et la valeur comptable de la dette (Griliches, 1981 ; Hirschey, 1982 ; Bosworth et Rogers, 1998 ; Merino et al, 2006 ; Hung et al, 2006 ; Surroca et Tribo, 2008). Selon Adam et Goyal (2006), la valeur comptable des actifs représente une mesure approximative des actifs en place ; par contre la valeur marchande des actifs représente une mesure des actifs en place et des opportunités d'investissement. Les firmes, disposant d'un ratio supérieur à 1, détiennent des opportunités d'investissement rentables. Certains auteurs tels qu'Adam et Goyal (2006) montrent que le ratio Market to book est fortement corrélé au Q de Tobin¹²⁷.

Concernant la relation entre la richesse des actionnaires et la performance des firmes, l'étude de Bouattour et al. (2007)¹²⁸ montre que le marché d'action réagit favorablement à une annonce de distribution de dividende et défavorablement dans le cas contraire. De même, Beiner et al. (2004) concluent que les firmes les plus profitables sont celles qui ont une valeur boursière plus élevée.

Portant sur la richesse des salariés et la performance, nous nous attendons à une relation négative. Selon Sentis (1998), les demandes des salariés ne se limitent pas seulement à une augmentation des salaires mais elles portent aussi sur la stabilité de l'emploi. Puisque les salaires augmentent à un taux constant, la relation entre la richesse des salariés et la performance des firmes peut être interprété lors d'une diminution des salaires. En France, la réduction des salaires n'est pas légale, par conséquent, les entreprises optent à

¹²⁶ Plusieurs travaux critiquent le Q de Tobin car il calculable que pour les sociétés cotées. Selon Herbet (2001), « expliquer l'investissement macroéconomique à partir de ce ratio suppose une agrégation des comportements (des entreprises) pour laquelle on fait l'hypothèse que la décision d'investir des plus grosses entreprises est reproduite sur les plus petites. Cette hypothèse apparaît forte ». De même, le calcul du Q de Tobin suppose que le marché est parfait et que la valeur boursière d'une entreprise correspond à sa valeur réelle.

¹²⁷ Le coefficient de corrélation est de 0,96.

¹²⁸ Sur la base d'un échantillon de 251 annonces de dividendes relatives à 109 firmes sur la période 2000-2004, testent l'impact de la politique de distribution de dividende sur les marchés financiers. En distinguant les annonces de hausses des annonces de baisses du dividende, les auteurs montrent que le marché réagit favorablement aux annonces de hausses du dividende et défavorablement aux annonces de baisses.

une réduction des effectifs lorsque le pouvoir de négociation des salariés est faible afin de créer la richesse au profit des actionnaires.

De même, la relation entre la richesse des salariés et la performance des firmes peut être interprétée lors de la présence syndicale afin d'augmenter le salaire. La majorité des travaux (Batt et Welbourne, 2002 ; Dinardo et Lee, 2004 ; Gittell et al., 2004) ont conclu un effet négatif de la présence syndicale sur la performance des firmes. Les entreprises syndiquées enregistrent une rentabilité financière moins élevée suite aux augmentations salariales lors des négociations syndicales. De même, les marchés financiers réagissent, suite à l'intervention syndicale, par une baisse des cours par rapport aux autres entreprises non syndiquées (Ruback et Zimmerman, 1984 ; Abowd, 1989).

Concernant la relation entre la richesse des créanciers et la performance des firmes nous nous attendons à une relation négative. En effet, Charreaux et Debrières (1998) montrent que les firmes endettées procèdent à une répartition de la valeur ajoutée au détriment du capital humain et participent moins à la création de valeur.

2.2. Mesures des variables explicatives relatives aux salariés

2.2.1. Présence syndicale (PSYND)

Les syndicats participent pleinement à la vie des organisations et occupent une place essentielle dans le système de relations professionnelles. La présence syndicale ne se limite pas à la représentation des salariés ou à la recherche d'une augmentation des rémunérations (Andolfatto et Labbé, 2000). Les organisations syndicales assurent un dialogue social entre l'Etat, les employeurs et les salariés afin d'améliorer les conditions de travail, préparer des plans de formation professionnelle ainsi que limiter les réductions des effectifs.

La majorité des travaux (Morvan, 2001 ; Batt et Welbourne, 2002 ; Dinardo et Lee, 2004 ; Gittell et al., 2004 ; Breda, 2006 ; Laroche et al., 2006) conclut un effet négatif de la présence syndicale sous forme de grèves, d'élections syndicales, présence d'un délégué syndical, ... sur la rentabilité économique, financière et boursière. Cette diminution de la performance provient d'une augmentation de la part de la valeur ajoutée redistribuée aux salariés lors des négociations syndicales.

De ce fait, la présence syndicale améliore la richesse des salariés au détriment des actionnaires. Selon Laroche (2006), une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires.

La majorité des travaux antérieurs (Ruback et Zimmerman, 1984 ; Abowd, 1989 ; Jarrell et Stanley, 1990 ; D'Arcimoles, 1999 ; Morvan, 2001, Amossé, 2006 ; Laroche et al., 2006...) se sont référés aux nombre des négociations avec les représentants du personnel, la certification d'un syndicat, la présence d'un délégué syndical, le nombre d'accords conclus avec les syndicats et le taux de syndicalisation afin de mesurer l'intervention syndicale.

En se référant aux rapports annuels et les documents de référence des sociétés françaises cotées, nous avons remarqué que la seule information divulguée sur la présence syndicale est le nombre d'accords conclus avec les employeurs lors des négociations syndicales (Annexe 6). Le pouvoir de négociation des syndicats peut contribuer à la conclusion de certains accords dans l'objectif de défendre les droits et les intérêts des salariés. A l'instar des travaux de Lépineux (2003), étudiant les relations sociales en retenant les entreprises ayant au moins deux accords signés par an, nous mesurons alors l'intervention syndicale par le nombre d'accords conclus par an entre les syndicats et les entreprises. De ce fait, la présence syndicale est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise a contracté au moins un accord avec un syndicat et 0, sinon.

2.2.2. Représentation des salariés dans l'entreprise (NREPSA)

La participation des salariés à la gestion peut être évaluée par une participation directe (la présence personnelle des salariés dans les conseils) ou par une participation indirecte (représentation légale du personnel par des comités d'entreprises ou par l'action syndicale). Une comparaison internationale entre les Etats-Unis, la Suède et la France montre des disparités au niveau de la participation des salariés dans le conseil d'administration. En Suède, la loi exige une représentation des employés par des membres désignés par le syndicat dans les conseils d'administrations. En France, la représentation des salariés s'est améliorée suite à l'instauration de la loi « *sur les nouvelles régulations économiques* » en 2001 (nommée la modernisation sociale) portant sur l'importance de la présence des syndicats dans les entreprises. Cette loi exige la présence de deux délégués du comité d'entreprise au conseil d'administration sans qu'ils participent aux votes (C. trav. Art. L. 432-436). La participation des salariés dans le conseil d'administration, en France,

est limitée à la représentation des salariés actionnaires. En effet, le comité d'entreprise retient les principes d'indépendances des administrateurs contenus dans le document de recommandation relatif au gouvernement d'entreprise diffusé par le MDEF et l'AFEP en octobre 2003.

Plusieurs études ont montré que la participation des salariés à la décision contribue à une augmentation qualitative et quantitative de la production, un accroissement de l'efficacité des entreprises, une amélioration des conditions d'emploi et de travail et des relations sociales, la stabilité de l'emploi et la création de valeur globale de l'entreprise.

A partir des rapports annuels, nous remarquons que le conseil est qualifié par l'indépendance de ses membres par rapport à la direction générale. Par conséquent, la participation des salariés aux conseils est limitée qu'aux représentants des actionnaires salariés.

Dans notre étude, nous n'utilisons pas la variable liée à la présence des représentants des salariés dans le conseil d'administration qui se limite aux actionnaires salariés. La représentation des salariés dans l'entreprise peut être assurée par les délégués syndicaux, le comité d'entreprise, les élus du personnel et le comité d'hygiène et de sécurité. Dans notre étude, nous ne disposons pas d'une information détaillée sur la représentation des salariés dans l'entreprise. De ce fait, nous utilisons le nombre des représentants des salariés dans l'entreprise (NREPSA).

2.2.3. Formation des salariés (PSFOR, DEPFOR)

La formation des salariés représente un moyen utilisé par l'employeur afin d'assurer l'adaptation des salariés à l'évolution de leurs emplois et « *fidéliser le personnel* ». Plusieurs études (Huselid, 1995 ; Bartel, 1995 ; Black et Lynch, 1996, 1997 ; Barrett et al. 2001 ; Bassi et al. 2002 ; Good et Georges, 2003) concluent un effet positif et significatif de la formation professionnelle des salariés sur la performance économique, financière et boursière. Portant sur la relation entre la création de valeur et la formation professionnelle, les travaux de Dennery (2004) et Tahir (2004) montrent que la formation professionnelle contribue à la création de valeur globale.

La plupart des études antérieures (Good et Georges, 2003 ; D'Arcimoles, 1995 ; Bassi et al., 2002 ; Lépineux, 2003) mesurent la formation des salariés par les dépenses

consacrées à la formation en pourcentage du chiffre d'affaire, le pourcentage de la masse salariale consacrée à la formation continue, le nombre de stagiaires ou bien le pourcentage des salariés bénéficiant d'une formation, le nombre d'heures de stage rémunérées, les congés de formation...

Dans notre étude, nous mesurons la formation professionnelle par le pourcentage des salariés formés et le pourcentage de la masse salariale consacrée à la formation continue.

2.2.4. Participation des salariés au capital : actionnariat des salariés (AS)

L'actionnariat salarié représente un mécanisme de protection des salariés permettant de converger les intérêts des apporteurs du capital humain et financier. Il joue un rôle important dans la création de valeur partenariale et incite les salariés à agir dans l'intérêt commun (Hammer et Stern, 1980). Les salariés actionnaires accèdent facilement à l'information et participent à l'élection des membres du conseil d'administration principalement dans l'organisation de travail et la négociation collective. Les salariés disposent de certains droits tels que le droit de vote, le droit à la participation aux décisions, le droit de porter plainte contre les dirigeants et les actionnaires etc. Ces droits permettent aux salariés d'agir dans l'objectif de la maximisation de la richesse des actionnaires (Pugh et al., 2000).

Les travaux antérieurs se sont référés au rapport entre le nombre des salariés actionnaires et l'effectif total de l'entreprise, le pourcentage du capital détenu par les salariés afin de mesurer l'actionnariat des salariés. Parmi ces études, on peut citer celle de Mehran (1999), Poulain-Rehm (2007), Trébucq (2002), Caramelli et al. (2007) etc.

Dans notre étude, cette variable (AS) est mesurée par le pourcentage des actions détenues par les salariés.

2.2.5. Stabilité de l'emploi : ampleur du licenciement économique (AMPLIC)

Les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les salariés portant sur les réductions des effectifs résultent d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés. Plusieurs travaux portant sur les effets des licenciements montrent un impact positif sur les cours boursiers sous l'hypothèse que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires dans le processus de création de richesse.

Dans notre étude, la stabilité de l'emploi est présentée par la variable licenciement économique dans chaque entreprise. A l'instar des travaux de Gunderson et al. (1997) montrant que l'amplitude des plans de suppressions d'emplois influence négativement les cours boursiers, nous mesurons l'ampleur du licenciement par le rapport entre l'effectif des salariés licenciés et le nombre total d'emplois.

2.3. Mesures des variables explicatives relatives aux actionnaires

Différentes critiques ont été adressées aux travaux de La Porta et al. (1998) portant sur les contenus des règles de droit. Le niveau de protection des actionnaires ne peut pas comporter seulement que six indicateurs¹²⁹. Deux autres droits ont été accordés aux actionnaires minoritaires qui s'ajoutent aux « *Antidirector Rights* » : une action, un droit de vote et le droit de percevoir des dividendes. Plusieurs auteurs ont essayé de construire d'autres indicateurs qui tiennent compte des aspects majeurs de la protection des actionnaires. Glaeser et al. (2002) ajoutent 10 mesures supplémentaires des différents droits accordés aux actionnaires.

Dans notre étude, nous introduisons des variables de gouvernement d'entreprise portant essentiellement sur la structure de propriété et les caractéristiques du conseil d'administration.

2.3.1. Indice de protection des actionnaires : IND17

Nous présentons les différents droits accordés aux actionnaires à l'aide d'un seul indice IND17 regroupant les huit droits utilisés par La Porta et al. (1998) et les autres mesures utilisées par Glaeser et al. (2002). Cet indice est composé des droits suivants¹³⁰ :

- 1) le vote par correspondance est autorisé.
- 2) le dépôt des titres avant le vote à une assemblée générale n'est pas obligatoire.
- 3) le vote cumulatif ou la représentation proportionnelle des minoritaires au conseil d'administration est permis.
- 4) le droit préférentiel de souscription.
- 5) le pourcentage d'actions requises pour qu'une assemblée générale extraordinaire soit convoquée est de 10.

¹²⁹ Cet indicateur est compris entre 0 et 6.

¹³⁰ Nous avons éliminé le droit à la présence d'un mécanisme de protection des actionnaires.

- 6) une action un droit de vote.
- 7) le droit de percevoir des dividendes.
- 8) une action un droit de vote et pas de limites de votes par actionnaire.
- 9) le conseil de surveillance et le directoire sont élus par l'assemblée générale des actionnaires.
- 10) les actionnaires détenant au moins 1/5 des actions peuvent demander la création d'un comité de comptes supplémentaires.
- 11) les actionnaires possédant 10% des actions de l'entreprise ont le droit de vérifier le registre de présence au cours des assemblées générales.
- 12) une majorité de 2/3 de l'assemblée générale est exigée dans le cas de transactions concernant plus de 1/5 du capital-actions de l'entreprise durant 2 ans.
- 13) une majorité de 2/3 de l'assemblée générale est exigée afin de changer certains objectifs de l'entreprise.
- 14) la durée des mandats de l'équipe dirigeante est de 4 ans (au lieu de 6 ans).
- 15) la détention des actions au porteur est autorisée.
- 16) la possibilité d'acquérir des actions privilégiées (même sans droit de vote).
- 17) l'existence d'un quorum de votes exigeant la présence des actionnaires.

Chacun des droits accordés aux actionnaires est une variable binaire qui prend 1 si le droit existe et 0, sinon. Dans notre étude, nous utilisons un indice synthétique mesuré par le rapport entre la somme des droits accordés aux actionnaires et la totalité des droits (8 droits selon La Porta et al. (1998) et 9 selon Glaeser et al. (2002)).

2.3.2. Structure de propriété dispersée : DIS

La concentration de l'actionnariat constitue un mécanisme utilisé par les actionnaires afin de contrôler les dirigeants (Shleifer et Vishny, 1986 ; Demsetz, 1983 ; Agrawal et Mandelker, 1990). La concentration de la structure de propriété constitue un mécanisme de résolution du problème de « *Free rider* » (Mayer, 1996) en influençant les décisions des dirigeants (Jensen et al., 1990). Dans ce cadre, Jensen et Meckling (1976) établissent une relation positive entre la concentration de la structure d'actionnariat et la protection des actionnaires minoritaires.

Plusieurs études se sont intéressées au rôle joué par les blocs de contrôle dans la création de richesse pour les actionnaires et la performance des firmes en global. Les

résultats montrent que la forte participation au capital des actionnaires de contrôle affecte positivement la performance des firmes (Shleifer et al., 1988 ; Claessens et al., 2002 ; Ellili, 2009...). Concernant la richesse des actionnaires, les travaux de Pindado et De la Torre (2005) et Nekhili et al. (2009) montrent que la présence des blocs de contrôle influence positivement et d'une manière significative la distribution de dividende.

La majorité des études mesure la concentration de la structure de propriété par le pourcentage de capital détenu par le principal actionnaire. Charreaux (1991) retient, comme indicateur de concentration du capital, « *le rapport entre le pourcentage de capital des principaux actionnaires connus et le complément à 100 du pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires connus. Le dénominateur de ce ratio est un critère de dispersion du capital* ».

Dans notre étude, nous utilisons le pourcentage de capital détenu par le public pour mesurer la dispersion d'actionnariat (DIS).

2.3.3. Conseil d'administration

2.3.3.1. Taille du conseil d'administration : TCA

Le conseil d'administration représente un mécanisme interne qui permet de contrôler les dirigeants. Certaines études¹³¹ montrent qu'un conseil d'administration efficace assure le contrôle des dirigeants lorsqu'il présente une taille réduite. En effet, un nombre important des membres du conseil réduit la surveillance des décisions et augmente l'incertitude envers l'environnement. Selon Jensen (1993) et Lipton et al. (1992), les entreprises disposant d'un conseil d'administration de grande taille enregistrent une performance inférieure à celle des entreprises dotées d'un conseil de taille réduite. Inversement, les entreprises ayant un conseil d'administration de petite taille réduit les conflits d'agence et crée de la valeur au profit des actionnaires. De même, Yermack (1996) conclut une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la valeur de la firme, mesurée par le Q de Tobin.

Dans notre étude, nous mesurons la taille du conseil d'administration (TCA) par le nombre d'administrateurs qui y siègent. Cette mesure a été également utilisée par Yermack (1996), Bhagat et Black (2002), Fernández et Arrondo (2005).

¹³¹ Bhagat et Black (2002).

2.3.3.2. Indépendance des administrateurs : ADMEX

Un administrateur externe est défini, selon le rapport Bouton, « *comme toute personne qui n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement* ».

Dans notre étude, à l'instar des travaux de Beasley et Petroni (2001) et Fernández et Arrondo (2005), nous mesurons l'indépendance des administrateurs externes (ADMEX) par le rapport entre le nombre des administrateurs externes indépendants et le nombre total des administrateurs.

La présence des administrateurs externes indépendants dans le conseil d'administration présente certaine critique. En effet, certains administrateurs externes, ayant des relations avec les dirigeants, peuvent entrer en collusion avec eux afin d'exproprier les actionnaires et accepter des projets jugés non rentables par ces derniers.

2.3.3.3. Nombre des réunions du conseil : NRCA

Un conseil d'administration est caractérisé par un certain nombre de réunions qui caractérise son activité. Selon plusieurs études (Omri et al., 2003 ; Rachdi et al., 2009), l'activité du conseil d'administration est mesurée par le logarithme du nombre des réunions du conseil d'administration.

Dans notre étude, nous mesurons l'activité du conseil par le nombre des réunions des administrateurs (NRCA).

2.4. Variable d'endettement : END

Selon la théorie de l'agence, l'endettement apparaît comme un moyen efficace permettant de contrôler les dirigeants et résoudre les conflits d'intérêts entre ces derniers et les actionnaires. Selon Jensen et Meckling (1976), la dette limite le comportement discrétionnaire des dirigeants. Elle est, également, considérée comme un facteur explicatif de la performance des firmes.

Du côté des actionnaires, la dette est utilisée comme un mécanisme permettant d'exproprier les actionnaires minoritaires (Faccio et al., 2001). La richesse créée par l'entreprise est partagée entre les différentes parties prenantes. La part de richesse allouée

aux actionnaires provenant du free cash flow est composée par une partie distribuée sous forme de dividendes et une partie retenue par l'entreprise afin d'être réinvestie. En effet, la partie réservée par l'entreprise contribue à une augmentation de l'investissement et une diminution de la dette. Ce désendettement correspond à une augmentation de la richesse des actionnaires d'où la relation de substituabilité entre la valeur créée pour l'actionnaire et la dette.

Du côté des salariés, les dirigeants procèdent à une réduction des effectifs afin de réduire la richesse des salariés et augmenter celle des actionnaires puisque la diminution des salaires est illégale. Selon Sentis (1998), les firmes qui licencient sont plus endettées, moins rentables et moins efficaces. De même, Degorre et Grenet (2003) utilisent des indicateurs de performance tels que la rentabilité, la situation financière, le partage de la valeur ajoutée, l'efficacité productive et les coûts salariaux. Les résultats montrent que le nombre des licenciements augmente dans les entreprises endettées. De ce fait, les entreprises les plus endettées diminuent la part de richesse allouée aux salariés.

En étudiant l'effet de l'endettement sur les réclamations des salariés et par conséquent, sur leur richesse, Matsa (2006) montre que les salariés réclament une augmentation des salaires dans les firmes disposant d'un niveau de liquidité élevé. Par conséquent, la firme utilise l'endettement afin de minimiser les réclamations des salariés et limiter la négociation des syndicats (Dagsupta et al., 1993). De même, Bronars et Deere (1991) montrent que la dette limite le pouvoir des syndicats ainsi que leurs formations.

Dans notre étude, l'endettement (END) est mesuré, à l'instar de l'étude de Gordon et al. (2004), par le ratio total dettes financières / Actif total.

2.5. Variables de contrôle

Nous introduisons, dans notre étude, des variables de contrôle susceptibles d'avoir un impact sur la répartition de la valeur ajoutée entre les principales parties prenantes (les actionnaires et les salariés).

2.5.1. Taille de l'entreprise : LNEFFECT

La taille de l'entreprise influence positivement la création de valeur et la performance boursière des firmes. Dans l'objectif d'étudier l'effet de l'actionnariat des

salariés sur la répartition de la valeur ajoutée, Poulain-Rehm (2007) montre que la variable taille, mesurée par le logarithme total des actifs, n'a pas d'effet significatif ni sur la répartition de la valeur ajoutée ni sur la valeur boursière des firmes. Selon Cheffoul (2009), la taille de la firme influence négativement et d'une manière significative la performance de la firme mesurée par le Q de Tobin. Inversement, Crépon et al. (1998) montrent un effet positif et significatif de la taille de la firme sur la performance.

De même, Une taille réduite peut, en effet, se traduire par un contrôle plus important des actionnaires sur l'action des dirigeants (Poulain-Rehm, 2007). Par conséquent, les firmes de grande taille sont plus sujettes au risque d'expropriation ce qui se traduit par une faible distribution de richesse (PanAsian et Prevost, 2004). Inversement, du côté des salariés plus l'entreprise est grande, plus les salaires sont élevés.

La variable taille peut être mesurée par le logarithme népérien de la valeur comptable du total actif (Mak et Ong, 1999 ; Godard, 2002 ; PanAsian et Prevost, 2004 ; Miguela et al. 2004 ; Poulain-Rehm, 2007) ou par son effectif total (Le Roy, 2001). Dans notre étude, nous avons testé l'effet de chacune des deux mesures et nous avons retenu celle mesurée par le logarithme népérien de l'effectif total (LNEFFECT) aboutissant à des meilleurs résultats.

2.5.2. Taux de rentabilité économique : ROA

Fama et French (2002) montrent que la rentabilité des firmes influence la politique de dividende. Les firmes enregistrant une meilleure rentabilité, disposent d'un free cash flow élevé et par conséquent, distribuent plus de dividende. Nous nous attendons à une relation positive entre la rentabilité économique et la richesse des actionnaires.

Du côté des salariés, Sentis (1998) montre une relation négative entre la rentabilité économique et la destruction du capital humain (licenciement) et par conséquent, sur la richesse des salariés. En effet, les firmes qui licencient sont plus endettées et moins rentables et augmentent leurs rentabilités dans la période suivant la réduction des effectifs.

De même, le résultat d'exploitation s'obtient après soustraction des charges de personnels de la valeur ajoutée. Une augmentation de ce résultat est synonyme d'une réduction des frais de personnel, d'où la relation de sens inverse entre la part de la valeur ajoutée allouée aux salariés et le taux de rentabilité économique.

Le taux de rentabilité économique mesure la capacité de l'entreprise à dégager un résultat en utilisant l'ensemble des moyens. Une entreprise peut améliorer sa rentabilité économique de deux manières :

- soit, à volume de ventes constant, en augmentant la marge réalisée sur chaque produit
- soit, à marge unitaire constante, en augmentant le montant des ventes

Le taux de rentabilité économique (ROA) est mesuré par le rapport entre le Résultat Economique Net et l'Actif Economique. Le résultat économique est égal au 2/3 (résultat d'exploitation + les produits financiers). L'actif économique représente l'ensemble des capitaux employés, qui est égal à la somme des fonds propres et les dettes.

2.5.3. Opportunités de croissance

Selon Matsa (2006), un niveau de liquidité élevé encourage les salariés à demander une augmentation de salaire ce qui va à l'encontre des intérêts des actionnaires. Selon la théorie du free cash flow, la présence des opportunités de croissance réduit le niveau de liquidité et le risque d'expropriation par les dirigeants, permet de créer de la valeur au profit des actionnaires et réduit les réclamations des salariés.

Selon cette théorie, les entreprises disposant des opportunités de croissance distribuent moins de dividendes que les entreprises à faibles opportunités de croissance. Inversement, selon la théorie de signalisation, les opportunités de croissance constituent un signal positif de la richesse des actionnaires. De même, la politique de dividende représente un signal positif sur les perspectives futures de l'entreprise.

Les principales mesures des opportunités de croissance de l'entreprise sont le taux de croissance du chiffre d'affaires, les dépenses d'investissement ou de recherche et développement, le price earning ratio (PER) et le ratio de valorisation des actifs (ratio de Tobin).

2.5.3.1. Niveau d'activité : VARCA

Les travaux de Poulain-Rehm (2007) montrent que la croissance de l'activité influence positivement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la création de valeur actionnariale (le modèle complet) ainsi que la répartition de la valeur ajoutée (le modèle pas à pas) entre les actionnaires, les salariés, l'Etat et les créanciers.

En étudiant l'effet de l'origine du système juridique sur la richesse des actionnaires, La Porta et al. (2000a) trouvent que dans les pays de droit commun, les entreprises en forte croissance distribuent moins de dividendes inversement aux entreprises des pays de droit civil.

Dans le cadre de notre étude, nous mesurons le niveau d'activité de l'entreprise (VARCA) par le rapport de la différence entre le chiffre d'affaire de l'année en cours et celui de l'année précédente par le chiffre d'affaire de l'année précédente.

2.5.3.2. Recherche et développement : RD

Afin de limiter le comportement opportuniste des dirigeants, certains mécanismes de gouvernance tels que l'investissement en recherche et développement permettent de les contrôler et aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires (Fama et Jensen, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1997, Walsh et Seward, 1990).

En se basant sur la théorie d'enracinement, les dirigeants investissent dans des projets de recherche et développement afin de s'enraciner et rendre coûteux leur remplacement par une équipe dirigeante concurrente. De ce fait, les dirigeants augmentent leur propre utilité plutôt que la richesse des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1989).

De même, l'investissement en recherche et développement contribue positivement à l'amélioration de la performance des firmes (Sougiannis, 1994 ; Aboody et Lev, 2000 ; Ding et al, 2007 ; Lööf et Heshmati, 2004-2005 ; Canibano et al, 2000).

Au niveau de l'entreprise, l'effort de recherche et développement peut être mesuré par le montant des dépenses, par leur poids (en pourcentage) dans le chiffre d'affaire, ou par le nombre de brevets déposés. Dans notre étude, nous mesurons cette variable (RD) par le rapport entre les dépenses en recherche et développement et le chiffre d'affaire.

2.5.4. Secteur d'activité : INDUST

En se référant aux travaux de Cotis (2009), les firmes appartenant à un secteur industriel présentent une part des rémunérations des salariés dans la valeur ajoutée plus élevée. De même, l'auteur étudie l'effet de la taille et l'affiliation à un groupe sur la richesse des salariés.

Nous mesurons le secteur d'activité (INDUST) par une variable binaire prenant la valeur 1 si le secteur d'activité est industriel et 0, sinon.

Le tableau suivant résume les mesures retenues des variables dépendantes, indépendantes et de contrôle (Annexe 7) :

Tableau 20 : Définitions et mesures des différentes variables

Variables à expliquer				
PAA		Part de la valeur ajoutée allouée aux actionnaires		PAA = Résultat net / valeur ajoutée
PAS		Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés		PAS = charges de personnel ¹³² / valeur ajoutée
Q de Tobin		Performance		QT = Capitalisation boursière + valeur comptable des dettes / actif total
Variables explicatives				
Variables liées à la protection des actionnaires minoritaires	Droits des actionnaires	IND17	Indice mesurant le degré de protection des actionnaires minoritaires (La Porta et al.)	IND17 ¹³³ = Somme des droits des actionnaires / 17
	Conseil d'administration	TCA	Taille du conseil d'administration	TCA : Nombre des administrateurs qui siègent au conseil d'administration.
		NRCA	Le nombre des réunions du conseil d'administration	NRCA : Nombre de réunion du conseil d'administration.
		ADMEX	Présence des administrateurs externes	ADMEX : Proportion des administrateurs externes indépendants.
Structure de propriété	DIS	Dispersion de la structure de propriété	DIS : Pourcentage du capital détenu par le public.	

¹³² Y compris la participation aux fruits de l'entreprise

¹³³ Ces droits comprennent :

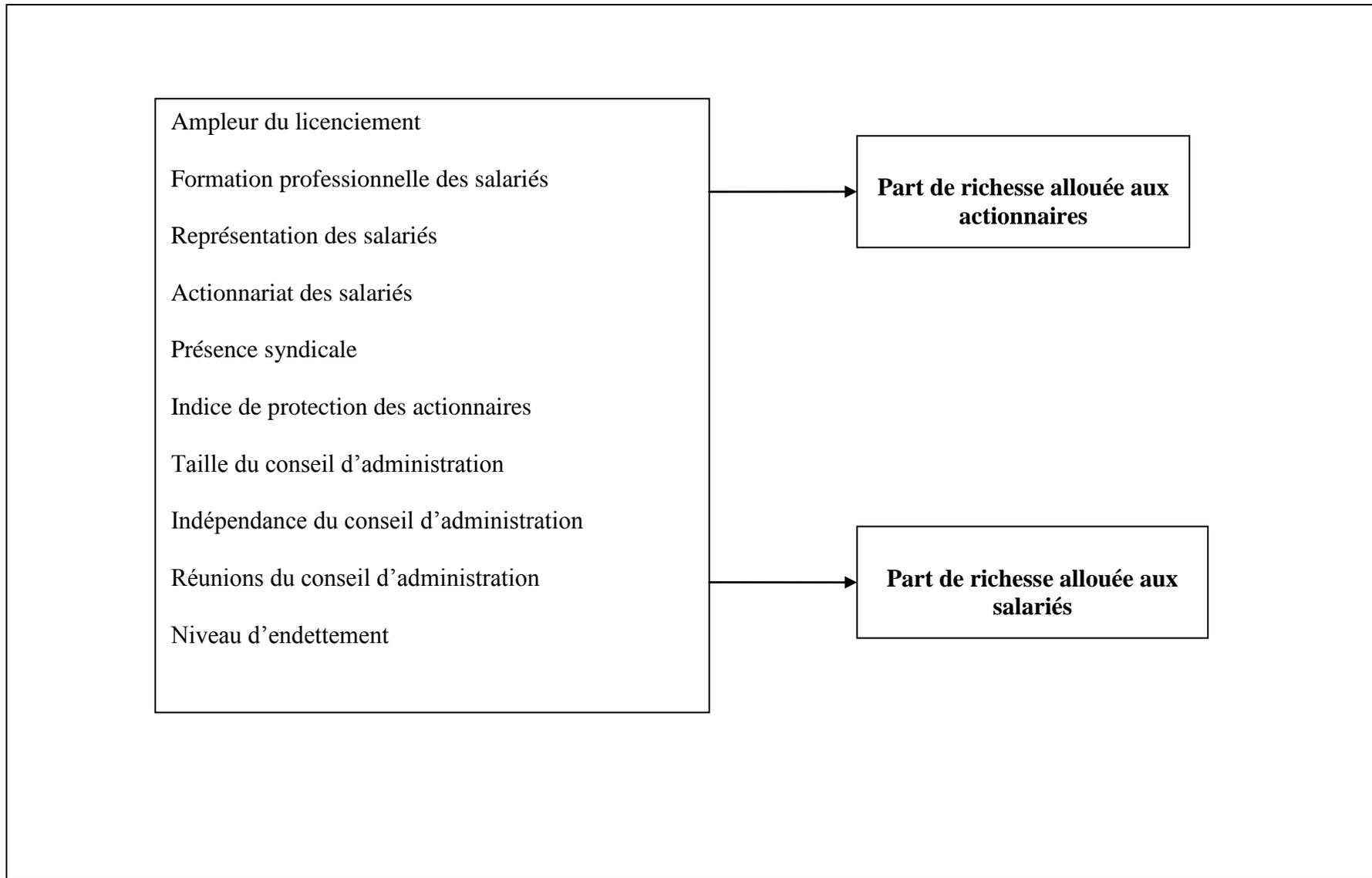
- 1) le vote par correspondance est autorisé.
- 2) le dépôt des titres avant le vote à une assemblée générale n'est pas obligatoire.
- 3) le vote cumulatif ou la représentation proportionnelle des minoritaires au conseil d'administration est permis.
- 4) le droit préférentiel de souscription.
- 5) le pourcentage d'actions requises pour qu'une assemblée générale extraordinaire soit convoquée est de 10.
- 6) une action un droit de vote.
- 7) le droit de percevoir des dividendes.
- 8) une action un droit de vote et pas de limites de votes par actionnaire.
- 9) le conseil de surveillance et le directoire sont élus par l'assemblée générale des actionnaires.
- 10) les actionnaires détenant au moins 1/5 des actions peuvent demander la création d'un comité de comptes supplémentaires.
- 11) les actionnaires possédant 10% des actions de l'entreprise ont le droit de vérifier le registre de présence au cours des assemblées générales.
- 12) une majorité de 2/3 de l'assemblée générale est exigée dans le cas de transactions concernant plus de 1/5 du capital-actions de l'entreprise durant 2 ans.
- 13) une majorité de 2/3 de l'assemblée générale est exigée afin de changer certains objectifs de l'entreprise.
- 14) la durée des mandats de l'équipe dirigeante est de 4 ans (au lieu de 6 ans).
- 15) la détention des actions au porteur est autorisée.
- 16) la possibilité d'acquérir des actions privilégiées (même sans droit de vote).
- 17) l'existence d'un quorum de votes exigeant la présence des actionnaires.

	PAC	Part de la valeur ajoutée allouée aux créanciers	$PAC = \text{intérêts et charges assimilées} / \text{valeur ajoutée}$
Variables liées à la protection des salariés	AMPLIC	Ampleur de licenciement économique	$AMPLIC = \text{Nombre des salariés licenciés} / \text{effectif total}$
	PSFOR	Formation professionnelle	$PSFOR = \text{Nombre des salariés formés} / \text{effectif total}$
	DEPFOR		$DEPFOR = \text{Dépenses consacrées à la formation professionnelle} / \text{masse salariale}$
	NREPSA	Représentation des salariés	$NREPSA : \text{Nombre des représentants des salariés}$
	RREPSA		$RREPSA : \text{Réunion des représentants des salariés.}$
	AS	Actionnariat salariés	$AS : \text{Part d'actions détenues par les salariés non dirigeants.}$
	PSYND	Présence des syndicats	$PSYND : \text{Nombre d'accords conclus avec les syndicats}$
Endettement	END	Endettement	$END = \text{Dettes financières} / \text{Total actif}$
Variables de contrôle			
ROA		Rentabilité économique	$ROA : \text{Taux de rentabilité économique} = \text{Résultat économique net} / \text{Total actif}$
LNEFFECT		Taille de l'entreprise	$LNEFFECT : \text{Logarithme népérien du total effectif}$
Opportunités de croissance	RD	Recherche et développement	$RD : \text{Dépenses de recherche et développement en pourcentage du chiffre d'affaire.}$
	VARCA	Niveau d'activité	$VARCA : \text{Variation du chiffre d'affaire} = CA_t - CA_{t-1} / CA_{t-1}$
Secteur d'activité	INDUST	Secteur d'activité	$INDUST = 1 \text{ si le secteur d'activité est industriel et } 0 \text{ sinon}$

Section 3 : Modèle d'analyse et hypothèses du travail

3.1. Modèle d'analyse

Le schéma suivant présente le modèle d'analyse formulant les différents concepts pertinents à l'étude de la problématique. Le premier modèle permet d'étudier l'impact des différents droits accordés aux actionnaires ainsi que le rôle du conseil d'administration en tant que mode de contrôle sur leur part de richesse dans la valeur ajoutée. Le deuxième modèle présente la part de valeur allouée aux salariés expliquée par certains droits qui leurs sont accordés.



Un premier modèle est développé pour étudier la relation entre les mécanismes externes (sous la forme de certains droits accordés) et des mécanismes internes (taille du conseil d'administration, pourcentage des administrateurs externes, le nombre de réunion du conseil) et la part de richesse allouée aux actionnaires des firmes françaises. Dans un second modèle, nous testons la relation entre les droits accordés aux salariés et leur part de richesse dans la valeur ajoutée. Dans ce cadre de recherche, nous tentons d'expliquer la part de valeur allouée à chacune des parties prenantes par certains droits et la relation existante entre elles selon la structure de propriété des firmes. Nous introduisons la taille de l'entreprise, mesurée par le logarithme népérien du total effectif, les dépenses en recherche et développement, la variation du chiffre d'affaire, le taux de rentabilité économique comme variables de contrôle

Afin d'estimer notre modèle, nous utilisons, pour chaque part de valeur ajoutée, un modèle SUR (*Seemingly unrelated regression*). Ce modèle suppose que les deux variables à expliquer (PAA et PAS) sont liées seulement à travers la structure des erreurs (Zellner, 1962).

Notre modèle s'écrit comme suit :

$$PAA = \beta_0 + \beta_1 \text{IND17} + \beta_2 \text{TCA} + \beta_3 \text{ADMEX} + \beta_4 \text{NRCA} + \beta_5 \text{AMPLIC} + \beta_6 \text{DEPFOR} + \beta_7 \text{NREPSA} + \beta_8 \text{AS} + \beta_9 \text{PSYND} + \beta_{10} \text{END} + \beta_{11} \text{ROA} + \beta_{12} \text{LNEFFECT} + \beta_{13} \text{RD} + \beta_{14} \text{VARCA} + \varepsilon_2 \quad (1)$$

$$PAS = \gamma_0 + \gamma_1 \text{IND17} + \gamma_2 \text{TCA} + \gamma_3 \text{ADMEX} + \gamma_4 \text{NRCA} + \gamma_5 \text{AMPLIC} + \gamma_6 \text{DEPFOR} + \gamma_7 \text{NREPSA} + \gamma_8 \text{AS} + \gamma_9 \text{PSYND} + \gamma_{10} \text{END} + \gamma_{11} \text{ROA} + \gamma_{12} \text{LNEFFECT} + \gamma_{13} \text{RD} + \gamma_{14} \text{VARCA} + \varepsilon_3 \quad (2)$$

Avec,

PAA : la part de richesse allouée aux actionnaires = Résultat Net / valeur ajoutée

PAS : la part de richesse allouée aux salariés = charges de personnels / valeur ajoutée

IND17 : l'indice mesurant le niveau de protection accordé aux actionnaires à partir de dix sept droits.

TCA : la taille du conseil d'administration mesurée par le nombre des administrateurs qui y siègent.

ADMEX : le pourcentage des administrateurs externes présents dans le conseil.

NRCA : le nombre des réunions des administrateurs.

END : l'endettement de l'entreprise mesuré par le ratio total dettes financières / Actif total.

AMPLIC : l'ampleur du licenciement économique mesurée par le rapport entre le nombre des salariés licenciés et l'effectif total.

DEPFOR : mesuré par le rapport entre les dépenses consacrées à la formation et la masse salariale.

NREPSA : le nombre des représentants des salariés dans l'entreprise.

AS : l'actionnariat des salariés mesuré par la part du capital détenue par les salariés.

PSYND : la présence syndicale. Cet indicateur prend la valeur 1 si l'entreprise conclut au moins un contrat avec les syndicats et 0, sinon.

VARCA : la variation du CA de l'entreprise = $CA_t - CA_{t-1} / CA_{t-1}$

RD : les dépenses en recherche et développement en pourcentage du chiffre d'affaire.

LNEFFECT : le logarithme népérien de l'effectif total afin de mesurer la taille de l'entreprise.

ROA : le taux de rentabilité économique = Résultat économique net / Total actif

ε : le résidu de la régression.

β et γ : les coefficients de la régression estimés par la méthode de seemingly unrelated regression (SUR).

3.2. Rappel des hypothèses du modèle

3.2.1. Hypothèses relatives aux actionnaires

A l'égard des études empiriques, nous présentons un rappel des hypothèses qui peuvent être avancées pour la suite de notre recherche.

La présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration permet d'assurer un équilibre entre les membres et limiter les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes (Pichard, 2000). De ce fait, les administrateurs indépendants limitent le gonflement des rémunérations des dirigeants (Bouton, 2002 ; OCDE, 2003,2004), réduisent l'expropriation des actionnaires et assurent un contrôle des décisions managériales afin que les dirigeants agissent dans l'objectif de création de valeur au profit des actionnaires ainsi que la viabilité du conseil.

Plusieurs recherches se sont intéressées à la relation entre la présence des administrateurs externes et la performance des firmes. En effet, les entreprises moins rentables ont intérêt à augmenter le nombre d'administrateurs externes dans leurs conseils (Hermalin et Weisbach, 2003). Les études de Rosentein et Wyatt (1990) montrent un effet positif de la désignation d'un administrateur externe sur la création de valeur pour l'entreprise. De même, Mishra et Nielsen (2000) ont trouvé que la présence des dirigeants externes indépendants influence positivement les mesures de la performance comptable.

Portant sur la relation entre la présence des administrateurs indépendants et la richesse des actionnaires, Rosenstein et Waytt (1990) recommandent cette présence et trouvent que la désignation d'un administrateur externe favorise une augmentation des cours boursiers pendant la période suivant cette désignation. De même, Kiel et Nicholson (2003), en étudiant la relation entre la composition du conseil d'administration et la performance des entreprises australiennes cotées, ont montré que la proportion des administrateurs externes influence positivement la performance boursière. De même, en étudiant l'impact de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance des firmes de Toronto Stock Exchange, André et al. (2004) concluent que le nombre des administrateurs externes affecte positivement la performance des entreprises mesurée par le ratio Q de Tobin. En effet, la présence des administrateurs externes exerce un contrôle sur les décisions managériales et affecte positivement la performance.

En étudiant la relation entre la présence des administrateurs externes et la politique de dividendes, Kaplan et al. (1990) confirment que les firmes qui diminuent le nombre des administrateurs présents dans le conseil distribuent moins de dividendes. Inversement, sur la base de 412 entreprises cotées sur la bourse de Hong Kong durant la période 1995- 1998, Chen et al. (2005) ne trouvent pas d'effet significatif de la présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration sur la distribution des dividendes.

Hypothèse H1 : La présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration limite l'expropriation, favorise une augmentation de la performance et la richesse des actionnaires.

Les études portant sur la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance des firmes présentent des divergences. Jensen (1993) et Lipton et al. (1992) ont trouvé que les entreprises disposant d'un conseil d'administration de grande taille enregistrent

une performance inférieure à celle des entreprises dotées d'un conseil de taille réduite. Inversement, les entreprises ayant un conseil d'administration de petite taille réduisent les conflits d'agence et créent de la valeur au profit des actionnaires.

De même, Yermack (1996) conclut à une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la valeur de la firme, mesurée par le Q de Tobin. En étudiant 452 firmes américaines durant la période 1984-1991, l'auteur montre une relation négative entre la probabilité de remplacer une équipe dirigeante et la taille réduite du conseil d'administration. De ce fait, plus la taille du conseil est importante, moins la rémunération est liée à la performance de la firme. En outre, les marchés financiers réagissent positivement à l'annonce de la réduction de la taille du conseil, de même ; une décision d'agrandir le conseil affecte négativement la valeur boursière de l'entreprise (Eisenberg et al., 1998)

Inversement, Yermack et Christina (2005) concluent, à partir d'une étude menée en Hong-Kong, une absence de liaison entre la taille du conseil d'administration et la création de valeur actionnariale des entreprises familiales. En étudiant l'effet de la taille du conseil d'administration sur la distribution des dividendes, Nekhili et al. (2009) montrent un effet positif et faible.

L'activité du conseil d'administration, mesurée par le nombre de ses réunions, affecte la performance des firmes. De ce fait, un nombre de réunions important engendre une activité de surveillance et de contrôle et conduit à une convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Sur la base d'un échantillon composé de 100 entreprises américaines cotées pendant la période 2001-2003, Rachdi et al. (2009) étudient l'impact de l'activité du conseil d'administration, mesurée par le logarithme du nombre des réunions du conseil par an, sur la rentabilité des actifs (ROA). Les résultats des régressions montrent que l'activité du conseil influence positivement et d'une manière significative la performance comptable des firmes.

Inversement, les travaux de Charreaux et Pitol-Belin (1989) ne concluent à aucun lien significatif entre le type de conseil d'administration et la performance boursière des firmes.

Hypothèse H2a : La diligence du conseil d'administration améliore la richesse des actionnaires.
--

Hypothèse H2b : La taille réduite du conseil d'administration améliore la richesse des actionnaires

Selon Shleifer et Vishny (1986), la concentration de la structure de propriété constitue un mécanisme de résolution du problème de « *Free rider* » (Mayer, 1996) en influençant les décisions des dirigeants (Jensen et al., 1990). De même, Jensen et Meckling (1976) concluent une relation positive entre la concentration de la structure d'actionnariat et la protection des actionnaires minoritaires (Franks et Mayer, 1995). En effet, une structure de propriété dispersée constitue une piste favorable à l'expropriation des actionnaires lorsque ces derniers renoncent au contrôle individuel des dirigeants. Inversement, les actionnaires majoritaires disposent de certains droits leur permettant d'influencer les décisions des dirigeants, remplacer une équipe non performante et même racheter l'entreprise en cas d'une mauvaise performance (Shleifer et al. 1986). De ce fait, la présence d'actionnaire majoritaire constitue un substitue d'un système juridique offrant une faible protection aux actionnaires minoritaires. Dans un autre côté, les actionnaires majoritaires accédant facilement aux informations (La Porta et al., 1999) procèdent à une expropriation des actionnaires minoritaires ce qui contribue à une augmentation des conflits d'intérêts (Ho et Wong, 2001). De ce fait, l'expropriation des actionnaires diminue suite à une augmentation de leurs parts dans le capital (Harbula, 2004).

Plusieurs études se sont intéressées au rôle joué par les blocs de contrôle dans la création de richesse pour les actionnaires et la performance des firmes en global. Dans un contexte américain, Shleifer et al. (1988) concluent qu'un Q de Tobin élevé est enregistré dans les entreprises ayant une structure d'actionnariat concentrée. Selon Franks et Mayer (1995), au Royaume Uni, la concentration de capital contribue à une amélioration de la performance grâce à un contrôle efficace qui dépend de la nature des actionnaires (dirigeants actionnaires, actionnaires financiers et actionnaires institutionnels). De même, Claessens et al. (2002) trouvent que la présence des actionnaires de contrôle affecte positivement la valeur des firmes asiatiques. Plus récemment, Guedhami (2005) étudie la relation entre la part détenue par les actionnaires majoritaires (pourcentage détenu par les trois premiers actionnaires) et la performance des firmes (ROE, ROA et ROS) pour la période 1980-2001. L'auteur montre un effet positif de la concentration du capital sur la performance des firmes. Dans le même contexte, en étudiant un échantillon de 815 entreprises américaines durant la

période 2001-2004, Ellili (2009) trouve une relation positive entre la structure de propriété concentrée et la richesse des actionnaires.

En se référant au processus de répartition de la valeur ajoutée, Poulain-Rehm (2007) mesure la richesse des actionnaires par la part des dividendes dans la valeur ajoutée. En étudiant l'impact de la concentration de propriété sur la distribution de dividende, Pindado et De la Torre (2005) montrent un effet positif de la présence des détenteurs de blocs de contrôle sur la distribution de dividendes dans les firmes britanniques et espagnoles. Dans ce cadre, Chen et al. (2005) confirment un effet positif entre la concentration de la structure d'actionariat et la distribution de dividendes représentant un substitut du risque financier. Plus récemment, Nekhili et al. (2009) montrent que la présence des blocs de contrôle influence positivement et d'une manière significative la distribution de dividende.

Hypothèse H3 : La concentration de la structure de propriété favorise l'accroissement de la richesse des actionnaires.

Contrairement à la conception traditionnelle retenue depuis Modigliani et Miller où les actifs financiers sont définis en fonction des types de revenus qu'ils procurent à leurs détenteurs, Hart (1995) considère que les actifs se définissent en fonction des droits qu'ils confèrent à leurs propriétaires. Ces droits permettent de protéger les actionnaires contre les expropriations des dirigeants. Il s'agit, tout à la fois, du droit de vote et du droit aux dividendes.

Dans un contexte de création de valeur globale pour une firme, plusieurs travaux s'intéressent à la notion de répartition de richesse entre les différentes parties prenantes. La richesse allouée aux actionnaires est mesurée par la part des dividendes dans la valeur ajoutée (Poulain Rehm, 2007). En étudiant la relation entre le contenu des règles juridiques des différentes traditions et la richesse des actionnaires, La Porta et al. (2000) montrent, sur la base d'un échantillon de 4000 entreprises appartenant à 33 pays, une relation entre la protection des actionnaires et la distribution des dividendes. En effet, les firmes des pays offrant une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende. Dans ces pays, selon l'« *outcome model* », les actionnaires protégés obligent les entreprises à distribuer des dividendes. Inversement, selon le « *substitute model* », les actionnaires peuvent accepter que les entreprises retiennent une partie des bénéfices afin de financer des projets d'investissements rentables.

Différentes critiques ont été adressées aux travaux de La Porta et al. (1998) sur les contenus de règles de droit. Le niveau de protection des actionnaires peut comporter plus que six indicateurs. Deux autres droits ont été accordés aux actionnaires minoritaires qui s'ajoutent aux « *Antidirector Rights* » : une action, un droit de vote et le droit de percevoir des dividendes. Plusieurs auteurs ont essayé de construire d'autres indicateurs qui tiennent compte des aspects majeurs de la protection des actionnaires. De ce fait, Glaeser et al. (2002) ajoutent 10 mesures supplémentaires de la protection des actionnaires.

Dans notre étude, nous présentons les différents droits accordés aux actionnaires sous une seule variable synthétique (IND17) comportant les droits utilisés par La Porta et al. (1998) et Glaeser et al. (2002). A l'égard des différents travaux de La Porta et al. (2000), nous émettrons l'hypothèse suivante :

Hypothèse H4 : L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires minoritaires affecte positivement la richesse des actionnaires.

L'endettement participe à l'augmentation de la richesse des actionnaires qui est corrélée avec la réduction des dépenses en capital et la réduction du total des actifs si les firmes sont caractérisées par les problèmes d'agence qui conduisent les dirigeants à investir dans des projets à valeur actuelle nette négative. Inversement, plusieurs travaux montrent une relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et l'endettement. En effet, la richesse créée par l'entreprise est partagée entre les différentes parties prenantes. La part de richesse allouée aux actionnaires provenant du free cash flow est composée par une partie distribuée sous forme de dividendes et une partie retenue par l'entreprise afin d'être réinvestie. En effet, la partie réservée par l'entreprise contribue à une augmentation de l'investissement et une diminution de la dette. Ce désendettement correspond à une augmentation de la richesse des actionnaires d'où la relation de substituabilité entre la valeur créée pour l'actionnaire et la dette.

La relation de sens inverse entre la richesse des actionnaires et le niveau d'endettement est expliquée par la procédure de partage de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les créanciers. En effet, une augmentation de la richesse des actionnaires provient de deux sources : une stabilité de la structure financière et une augmentation de la valeur des actifs et par conséquent, la richesse des actionnaires provient d'une augmentation de la valeur de

l'entreprise. Dans le deuxième cas, elle augmente suite à une stabilité de la valeur de l'entreprise et la croissance du taux de partage de la valeur ajoutée au profit des actionnaires et au détriment des créanciers.

L'étude de Faccio et al. (2001), dans le contexte asiatique, montre que la dette représente un moyen d'expropriation des minoritaires par les actionnaires de contrôle préférant le financement par dette au détriment de l'émission d'action afin d'éviter la dilution de capital et de s'échapper du contrôle. Filatotchev et al. (2001) montrent que les actionnaires majoritaires reçoivent une prime de contrôle au détriment des minoritaires. De même, la banque peut entrer en collusion avec les actionnaires majoritaires afin d'exproprier les actionnaires minoritaires et décider de distribuer les bénéfices réalisés ou de les réinvestir (Baums, 1993).

Hypothèse H 5 : Un niveau d'endettement élevé influence négativement la richesse des actionnaires.

3.2.2. Hypothèses relatives aux salariés

Nous avons présenté l'impact de certains droits accordés aux salariés d'une part sur leur part dans la valeur ajoutée et d'autre part sur la richesse des actionnaires. Dès lors, nous avons utilisé les droits suivants : la présence syndicale, la représentation des salariés dans l'entreprise, la stabilité de l'emploi, l'actionnariat des salariés et la formation professionnelle.

La représentation des salariés dans l'entreprise peut être assurée par le comité d'entreprise, les délégués syndicaux, les élus du personnel et le comité d'hygiène et de sécurité de travail. Cette représentation permet de rendre le système de gouvernance efficace (Aoki, 1990) qui permet de réduire l'asymétrie d'information, protéger les salariés, assurer une amélioration des conditions de travail et la stabilité de l'emploi et la création de valeur globale de l'entreprise. Les travaux de Roe (2001) montrent un effet négatif de la représentation des salariés ainsi que le degré de participation à la gestion sur la richesse des actionnaires, d'où la relation de substituabilité entre les deux parties prenantes.

Nous proposons de tester l'impact de la représentation des salariés dans l'entreprise et principalement la présence syndicale d'une part sur la richesse des salariés et d'autre part sur les intérêts des actionnaires.

L'objectif des syndicats, selon la théorie néoclassique, est d'imposer un salaire supérieur au marché (Booth, 1995). En effet, un pouvoir de négociation élevé permet d'avoir une rémunération supérieure à celle du marché. La présence syndicale ne se limite pas à la représentation des salariés ou à la recherche d'une augmentation des rémunérations (Andolfatto et Labbé, 2000). Les organisations syndicales assurent un dialogue social entre l'Etat, les employeurs et les salariés afin d'améliorer les conditions de travail, préparer des plans de formation professionnelle ainsi que limiter les réductions des effectifs.

La majorité des travaux (Batt et Welbourne, 2002 ; Dinardo et Lee, 2004 ; Gittell et al., 2004 ; Laroche et al., 2006) ont conclu un effet négatif de la présence syndicale sur la performance des firmes. Les entreprises syndiquées enregistrent une rentabilité financière moins élevée suite aux augmentations salariales lors des négociations syndicales. La présence syndicale entraîne une diminution de la rentabilité économique expliquée par une augmentation de la part des salariés dans la valeur ajoutée ou des taxes et impôts revenant à l'Etat. Dans une étude plus récente des entreprises françaises, Breda (2006) conclut qu'une augmentation des salaires lors des négociations syndicales (3% à 5%) entraîne une diminution de la rentabilité économique.

De même, les marchés financiers réagissent, suite à l'intervention syndicale, par une baisse des cours par rapport aux autres entreprises non syndiquées. Afin d'étudier la réaction des marchés suite à l'intervention syndicale, Ruback et Zimmerman (1984) trouvent une baisse significative des cours suite à la certification d'un syndicat. De même, l'étude d'Abowd (1989) conclut à une relation négative entre le nombre des négociations salariales et la richesse des actionnaires. En effet, une augmentation de la part du travail dans la valeur ajoutée fait diminuer la richesse des actionnaires. Inversement à la théorie néoclassique montrant que la valeur ajoutée sera distribuée d'une manière équitable entre les actionnaires et les salariés, les syndicats interviennent afin d'augmenter la richesse des salariés au détriment de celle des apporteurs de capitaux financiers (Doucouliagos et Laroche, 2004). Selon Laroche (2006), une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires.

Hypothèse H 6 : Le pouvoir de négociation syndical fait accroître la richesse des salariés au détriment des actionnaires.

Hypothèse H 7 : La richesse des salariés augmente avec le nombre des représentants dans l'entreprise.

Les études portant sur la relation entre la structure de capital et la politique salariale concluent à une relation négative entre les deux paramètres. Selon Dagsupta et Sengupta (1993), les actionnaires utilisent l'endettement afin de minimiser les réclamations des salariés et éviter le problème de sous-investissement (Grout, 1984). En effet, plus l'entreprise est endettée plus le taux de syndicalisation est faible. Cette idée est également défendue par Bronars et Deere (1991) montrant que la dette limite le pouvoir des syndicats ainsi que leurs formations. De même, la firme utilise sa structure de capital afin d'influencer le comportement des concurrents, des clients et des fournisseurs.

Les travaux de Matsa (2006) montrent que les salariés réclament une augmentation des salaires dans les firmes disposant d'un niveau de liquidité élevé. Par conséquent, la firme a recours aux financements externes par dettes afin de limiter l'intervention syndicale et les négociations salariales. De même, l'étude de Dinardo et Lee (2004) teste l'impact du pouvoir de négociation des salariés, portant essentiellement sur l'augmentation des salaires, sur le niveau d'endettement. Les auteurs concluent que les réclamations des salariés influencent la structure de capital d'une entreprise lors des distributions des bénéfices aux salariés ce qui incite la firme à recourir à l'endettement comme source de financement. D'un autre côté, la firme utilise la dette en tant que stratégie afin de limiter le niveau de liquidité et par conséquent, réduire les réclamations des salariés.

A l'instar de ces études, nous pouvons émettre l'hypothèse suivante :

Hypothèse H 8 : L'endettement influence négativement la formation des syndicats ainsi que le pouvoir de négociation des salariés ; il se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

L'actionnariat des salariés s'inscrit dans une perspective de création de valeur pour l'entreprise inversement à l'actionnariat des dirigeants ayant pour objectif la création de valeur actionnariale. Il est considéré comme un déterminant de la performance de l'entreprise où un équilibre est recherché entre les intérêts des apporteurs des capitaux financiers et humains (Blair, 1995).

L'actionnariat des salariés permet de protéger les employés, réduire le risque de licenciement ou de réduction d'effectifs et aligner leurs intérêts avec ceux des apporteurs de capitaux. De même, il influence l'attitude des salariés en développant un sentiment d'appartenance, de confiance et d'implication organisationnelle, réduit le taux d'absentéisme et l'intention de quitter l'entreprise (Pendleton et al., 2002).

Selon Pugh et al. (2000) les salariés actionnaires, disposant de certains droits tels que le droit de vote, la participation aux décisions, etc., exercent un contrôle sur les dirigeants afin que ces derniers agissent dans l'objectif de la maximisation de la richesse des actionnaires d'où l'amélioration de la performance financière des firmes.

La majorité des travaux (Brillet et d'Arcimoles, 2002 ; Blasi et al., 1995) conclut une relation positive entre la part de capital détenue par les salariés et la performance financière des firmes. En effet, la présence des salariés dans le conseil d'administration diminue l'effet positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise (Hollandts et al., 2008).

Plusieurs études (Chang, 1990 ; Davidson et Worell, 1994 ; Conte et al., 1995 ; Mehran, 1999 ; Caramelli et al., 2007) montrent que l'actionnariat des salariés influence positivement l'évolution des cours boursiers. De ce fait, les sociétés réservant une part de capital aux salariés enregistrent une performance boursière plus élevée.

L'actionnariat des salariés joue un rôle important dans la création de valeur partenariale, incite les salariés à agir dans l'intérêt commun et réduit les conflits d'intérêts sur la répartition de richesse (Hammer et Stern, 1980). Les entreprises dotées d'un plan ESOP enregistrent une augmentation des rémunérations des salariés (Brillet et d'Arcimoles, 2002).

Hypothèse H 9 : L'Actionnariat salarié exerce un effet positif aussi bien sur la richesse des actionnaires que sur la richesse des salariés.

La formation professionnelle représente la troisième catégorie des coûts salariaux en plus des salaires et traitement et les cotisations salariales à la charge de l'employeur (Eyraud, 2003). La formation des salariés représente un moyen utilisé par l'employeur afin d'assurer l'adaptation des salariés à l'évolution de leurs emplois et « *fidéliser le personnel* ». Selon la théorie du capital humain, les dépenses dans la formation initiale, l'expérience professionnelle ou la formation en entreprise (ou formation continue) influencent

positivement les comportements des individus et leur performance au travail (Allouche et al. 2004).

Plusieurs études anglo-saxonnes (Bartel, 1995 ; Black et Lynch, 1996, 1997 ; Barrett et al., 2001 ; Bassi et al., 2002) montrent une relation positive entre la formation professionnelle et la performance des firmes. De même, Good et Georges (2003) concluent un effet positif et significatif de la politique de rémunération et la formation professionnelle des salariés sur la performance économique et financière.

Portant sur la relation entre la création de valeur et la formation professionnelle, Dennery (2004) montre que la formation professionnelle contribue à la création de valeur globale de l'entreprise. Cette idée est confirmée par l'étude de Tahir (2004) montrant que les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur.

De ce fait, nous formulons l'hypothèse suivante :

Hypothèse H 10 : La formation professionnelle influence positivement la richesse des salariés et celle des actionnaires.

La majorité des études portant sur la répartition de la valeur ajoutée entre les salariés (rémunération), l'Etat (impôts), les créanciers (charges d'intérêts) et les actionnaires (bénéfice distribuable ou réinvesti) montrent des conflits d'intérêts essentiellement entre les actionnaires et les salariés. D'un côté, les actionnaires, apporteurs du capital financier réclament des dividendes élevés afin de rémunérer le risque financier. De l'autre côté, l'entreprise doit garder une partie des bénéfices en réserve afin de financer de nouveaux investissements et réduire les dettes. Enfin, les salariés réclament une augmentation des salaires et une participation au résultat grâce à l'intéressement et à la participation.

La relation entre le facteur capital et travail dans le processus de répartition de valeur est de type conflictuelle. Selon Prigent (1999) et Bentolila (2003), cette relation est substituable avec une élasticité inférieure à 1. Cette idée corrobore celle de Timbeau (2002) montrant qu'une compensation du coût salarial supplémentaire se traduit par une diminution du coût de capital. Une augmentation des salaires entraîne une diminution des dividendes. L'auteur montre que ces deux coûts sont d'ampleur identique et de sens opposés. Selon Charreaux (2007), les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires en augmentant la

valeur actionnariale ou leur part de richesse dans la valeur ajoutée au détriment de la valeur partenariale. L'augmentation de la richesse des actionnaires peut se traduire par des réductions des effectifs ou une cession d'actifs.

La relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés a été montrée lors de la présence syndicale, la participation des salariés à la gestion, la représentation des salariés dans le conseil d'administration et les programmes de suppression d'effectifs. En effet, la présence syndicale permet de redistribuer aux salariés une partie du profit réalisé au détriment des actionnaires (Doucouliagos et Laroche, 2004). De ce fait, la présence syndicale améliore la richesse des salariés au détriment des actionnaires. Selon Laroche (2006), une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires.

Hypothèse H 11 : Il existe une relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés.

Des conflits d'intérêts naissent entre les actionnaires et les salariés suite aux licenciements ayant pour objectif l'amélioration de la richesse des apporteurs du capital financier. Différentes études internationales montrent des disparités dans l'impact des décisions de licenciements sur la performance des firmes. Selon Sentis (1998), la négociation salariale ne se limite pas qu'aux rémunérations, mais elle concerne aussi les réclamations d'un emploi stable. En effet, lorsque le pouvoir de négociation des salariés est faible dans l'entreprise (absence d'actionnariat des salariés, de représentation syndicale ou des comités d'entreprise), le licenciement des salariés peut entraîner un transfert de richesse au profit des actionnaires. En France, la réduction des salaires n'est pas légale, par conséquent, les entreprises optent à une réduction des effectifs des salariés afin de créer la richesse au profit des actionnaires.

Plusieurs travaux (Cascio et al., 1997 ; D'Arcimoles et Fakhfakh, 1997 ; Sentis, 1998 ; Degoree et Reynaud, 2003) ont conclu un effet positif de la réduction des effectifs sur la performance financière des firmes. Portant sur l'influence des suppressions d'emplois sur les cours boursiers et par conséquent, sur la richesse des actionnaires, la majorité des travaux (Abowd et al., 1990 ; Hubler et al., 2001 ; Meshi et al., 2002) montrent que cet effet dépend de la situation financière de la firme avant le licenciement. En effet, les marchés réagissent positivement lorsque les entreprises adoptent une stratégie offensive (afin d'améliorer la

rentabilité) et négativement lorsque la stratégie est défensive (suite à une détresse financière). La réaction négative des marchés financiers est expliquée par la méfiance des investisseurs potentiels de la situation financière des entreprises qui réduisent leurs effectifs.

Par ailleurs, Sentis (1998) montre que la richesse des actionnaires diminue d'une manière significative dans les entreprises P, inversement aux entreprises N dont le ratio est constant après la réduction des effectifs. Inversement aux travaux précédents, la part de richesse allouée aux actionnaires diminue, ce qui contredit l'hypothèse d'un transfert de richesse au profit de ces derniers.

Conformément à cette argumentation, il est fort probable, que la réduction d'effectifs s'accompagne d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés. Ceci nous amène à l'hypothèse suivante :

Hypothèse H 12 : La réduction des effectifs s'accompagne d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

3.3. Aperçu synthétique des hypothèses

Le tableau ci-dessous récapitule les hypothèses à tester dans le cadre de notre étude ainsi que les relations théoriques attendues. Nous présentons les éléments qui peuvent contribuer à expliquer la relation entre la performance des firmes et la répartition de valeur entre les différentes parties prenantes (les actionnaires, les salariés).

Tableau 21 : Récapitulatif des hypothèses à tester et des relations théoriques attendues

Variables	Hypothèses	Signe prévu
ADMEX	H1 : La présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration limite l'expropriation, favorise une augmentation de la performance et la richesse des actionnaires.	positif
RCA et TCA	H2a : La diligence du conseil d'administration améliore la richesse des actionnaires. H2b : La taille réduite du conseil d'administration améliore la richesse des actionnaires.	positif
DIS	H3 : La concentration de la structure de propriété favorise l'accroissement de la richesse des actionnaires.	positif
IND17	H4 : L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires minoritaires affecte positivement la richesse des actionnaires.	positif
END	H5 : Un niveau d'endettement élevé influence négativement la richesse des actionnaires.	négatif
PSYND	H6 : Le pouvoir de négociation syndical fait accroître la richesse des salariés au détriment des actionnaires.	positif
NREPSA	H7 : la richesse des salariés augmente avec le nombre des représentants dans l'entreprise.	positif
END	H8 : l'endettement influence négativement la formation des syndicats ainsi que le pouvoir de négociation des salariés ; il se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés	négatif
AS	H9 : l'Actionnariat salarié exerce un effet positif aussi bien sur la richesse des actionnaires que sur la richesse des salariés.	positif
DEPFOR	H10 : la formation professionnelle influence positivement la richesse des salariés et celle des actionnaires.	positif
PAA-PAS	H11 : Il existe une relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés.	négatif
AMPLIC	H12 : La réduction des effectifs s'accompagne d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés.	négatif

Conclusion

Ce chapitre consistait à déterminer la démarche méthodologique. Nous avons présenté la méthode de collecte des données, la mesure des variables explicatives et à expliquer et le choix de la méthode statistique. Dans le prochain chapitre, nous présentons les résultats des analyses statistiques à l'instar des hypothèses.

CHAPITRE 2 : RESULTATS DE LA RECHERCHE

Introduction

Notre période d'analyse s'étend sur six ans (2000 à 2005). On dispose ainsi de six exercices pour étudier les déterminants de la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés selon la structure de propriété des firmes. Cette étude nous aidera à mieux comprendre l'effet des droits accordés aux actionnaires et aux salariés sur la répartition de la valeur ajoutée ainsi que l'existence d'un transfert de richesse entre les salariés et les actionnaires.

Ce chapitre est réservé à la validation empirique de nos hypothèses de recherche. La première section présente les statistiques descriptives des différentes variables utilisées dans notre modèle. Nous essayons de préciser le pourcentage des firmes offrant une meilleure répartition de richesse aux profits des actionnaires et aux salariés. Nous présentons également les statistiques descriptives des caractéristiques de propriété et de contrôle et les caractéristiques de gouvernance des firmes de l'échantillon.

La deuxième section est consacrée aux résultats de l'analyse univariée. Dans cette section, nous présentons les statistiques descriptives pour le découpage des firmes de notre échantillon selon la structure de propriété des firmes. Nous montrons les disparités dans la répartition de richesse et des droits accordés aux actionnaires et aux salariés selon la structure d'actionnariat des firmes.

La troisième section portera sur les analyses multivariées. Dans cette section, nous étudions l'effet modérateur de la dispersion de la structure de propriété, la taille du conseil d'administration et l'indépendance des administrateurs externes sur la relation entre la répartition de richesse entre les parties prenantes et la performance de l'entreprise.

La quatrième section détaillera les résultats des différents modèles de régressions. Nous présenterons ainsi les résultats portant sur la répartition de richesse entre les différentes parties prenantes.

La dernière section permet de vérifier la robustesse de nos résultats lors des modifications des variables dépendantes, des variables explicatives et de la technique économétrique utilisée.

Section 1 : Statistiques descriptives de la répartition de la valeur ajoutée

Dans cette section, nous présentons les statistiques descriptives de la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires, les salariés et les créanciers ainsi que celles des variables de gouvernance, de performance et de contrôle utilisées dans notre partie empirique.

1.1. Répartition de richesse entre les parties prenantes

Nous allons effectuer des analyses descriptives univariées en examinant la distribution des observations selon les différentes modalités d'une variable. Ces analyses sont basées sur le calcul de la tendance centrale et la dispersion.

La tendance centrale est définie comme la valeur la plus représentative de l'ensemble des observations. Celle-ci est représentée par la moyenne¹³⁴ et par la médiane¹³⁵. Selon Py (1996)¹³⁶, « *La médiane est la valeur du caractère qui partage la série en deux sous-ensembles égaux, ... Il y a autant d'observations supérieures à la médiane que d'observations inférieures à la médiane* ».

La dispersion permet de montrer comment les données se « répartissent » autour de la tendance centrale. Elle est mesurée par l'écart-type et la variance¹³⁷.

Nous proposons d'examiner les caractéristiques statistiques (moyenne, écart type, médiane, minimum et maximum) des parts de richesse allouées aux parties prenantes. Le tableau suivant présente les statistiques descriptives de la répartition de la valeur ajoutée.

¹³⁴ La moyenne est l'indicateur le plus utilisé : la moyenne empirique ou la moyenne arithmétique.

¹³⁵ La médiane est un indicateur de tendance centrale, plus robuste que la moyenne. La médiane divise l'échantillon en deux parties égales.

¹³⁶ Py. B, « Statistique descriptive : nouvelle méthode pour bien comprendre et réussir », 1996, Economica.

¹³⁷ La variance correspond à la moyenne des écarts à la moyenne.

Tableau 22 : Statistiques descriptives de la part de valeur ajoutée allouée aux parties prenantes

	PAA	PAS
Nombre d'observations	510	510
Moyenne	0,1774	0,8964
Ecart-type	0,7325	1,1252
Minimum	-10,1311	2,7000
Maximum	7,6832	10,5708
Nombre de part distribué	449	495
Fréquence de distribution de richesse entre les parties prenantes	88,04%	97,05%

Globalement, pour les 510 observations de notre échantillon, 88,04% des observations de l'échantillon contiennent au moins une part de richesse distribuée aux actionnaires avec des nombres compris entre 1 et 7,6832. Concernant les salariés, toutes les observations contiennent une part de valeur ajoutée allouée aux salariés avec des nombres compris entre 1 et 10,5708.

1.2. Statistiques descriptives des variables de gouvernance, de contrôle et performance des firmes

Le tableau suivant présente les statistiques descriptives des droits accordés aux actionnaires et aux salariés ainsi que les caractéristiques de propriété et de contrôle, de gouvernance et de la valeur des firmes de l'échantillon.

Tableau 23 : Statistiques descriptives des répartitions de la valeur ajoutée, les caractéristiques de propriété et de contrôle, de gouvernance et valeur de marché des firmes de l'échantillon

Variables			Statistiques descriptives		
Variables à expliquer					
PAA			Moyenne	0,177	
			médiane	0,113	
			Ecart-type	0,733	
			Minimum	-10,131	
			Maximum	7,683	
PAS			Moyenne	0,896	
			médiane	0,636	
			Ecart-type	1,125	
			Minimum	-2,700	
			Maximum	10,571	
Q de Tobin			Moyenne	0,568	
			médiane	0,576	
			Ecart-type	0,209	
			Minimum	0,083	
			Maximum	1,636	
Variables explicatives					
Variables liées à la protection des actionnaires minoritaires	Droits des actionnaires	IND17	Moyenne	0,524	
			médiane	0,529	
			Ecart-type	0,103	
			Minimum	0,294	
			Maximum	0,824	
	Politique financière	END	Moyenne	0,231	
			médiane	0,199	
			Ecart-type	0,167	
			Minimum	0	
			Maximum	1,302	
	Conseil d'administration	TCA	Moyenne	9,966	
			médiane	10,000	
			Ecart-type	4,539	
			Minimum	3,000	
			Maximum	25,000	
			NRCA	Moyenne	5,964
				médiane	5,000
				Ecart-type	2,974
		Minimum		0	
		Maximum		19,000	
		ADMEX		Moyenne	0,365
			médiane	0,333	
			Ecart-type	0,241	
			Minimum	0	
Maximum	0,900				
Structure de propriété	DIS		Moyenne	0,451	
		médiane	0,421		
		Ecart-type	0,232		
		Minimum	0,000		
		Maximum	0,991		
PAC			Moyenne	0,071	
			médiane	0,038	
			Ecart-type	0,098	
			Minimum	-0,489	

Variables liées à la protection des salariés	AMPLIC	Maximum	0,703
		Moyenne	0,009
		médiane	0
		Ecart-type	0,043
		Minimum	0,000
		Maximum	0,701
	PSFOR	Moyenne	0,203
		médiane	0
		Ecart-type	0,306
		Minimum	0
		Maximum	1,000
	DEPFOR	Moyenne	0,021
		médiane	0
		Ecart-type	0,054
		Minimum	0
		Maximum	0,474
	NREPSA	Moyenne	9,619
		médiane	0
		Ecart-type	21,075
		Minimum	0
		Maximum	188,000
	RREPSA	Moyenne	0,364
		médiane	0
		Ecart-type	0,481
		Minimum	0
		Maximum	1,000
	AS	Moyenne	0,019
		médiane	0,006
Ecart-type		0,040	
Minimum		0	
Maximum		0,500	
PRSYND	Moyenne	0,441	
	médiane	0	
	Ecart-type	0,497	
	Minimum	0	
	Maximum	1,000	
Variables de contrôle			
ROA	Moyenne	0,054	
	médiane	0,049	
	Ecart-type	0,067	
	Minimum	-0,445	
	Maximum	0,740	
LNEFFECT	Moyenne	8,655	
	médiane	8,581	
	Ecart-type	2,176	
	Minimum	2,944	
	Maximum	12,986	
LNTACTIF	Moyenne	7,311	
	médiane	6,933	
	Ecart-type	2,075	
	Minimum	1,730	
	Maximum	11,923	
RD	Moyenne	0,022	
	médiane	0,002	
	Ecart-type	0,044	
	Minimum	0	
	Maximum	0,320	
VARCA	Moyenne	0,166	

	médiane	0,076
	Ecart-type	0,467
	Minimum	-0,826
	Maximum	4,004
INDUST	Moyenne	0,388
	médiane	0
	Ecart-type	0,487
	Minimum	0
	Maximum	1

Section 2 : Résultats des tests univariés

Dans cette section, nous présentons les statistiques descriptives pour le découpage des firmes de notre échantillon selon la structure de propriété des firmes. Ce choix est expliqué par le fait que la structure d'actionnariat joue un rôle important dans la maximisation de la richesse des actionnaires. Nous montrons les disparités dans la répartition de richesse et des droits accordés aux actionnaires et aux salariés selon la structure d'actionnariat des firmes.

Dans cette partie, nous décomposons notre échantillon en deux groupes d'entreprises selon que la dispersion de la structure de propriété soit inférieure ou supérieure à la médiane (0,4210). Pour chaque groupe, nous avons calculé la moyenne, l'écart-type, le maximum et le minimum de chaque variable du modèle. Les tests de différence de moyenne réalisés dans l'objectif de voir si les moyennes obtenues au niveau de chaque variable sont significativement différentes entre les deux groupes.

Le tableau suivant présente les résultats des tests de différences de moyennes réalisés en fonction de l'ensemble des variables portant sur la protection des actionnaires minoritaires et des salariés ainsi qu'aux variables de gouvernance et de contrôle.

Tableau 24 : Statistiques descriptives des différentes variables selon la structure de propriété

Variabes		Total échantillon (NE = 85, NO= 510)	Entreprises ayant un niveau faible de DIS < 0,4210 (NE = 48, NO=255)	Entreprises ayant un niveau élevé de DIS > 0,4210 (NE ¹³⁸ =37, NO ¹³⁹ = 255)	Test t
PAA	Moyenne	0,1774	0,1464	0,2083	-0,9541
	Ecart-type	0,7325	0,8712	0,5604	
	Minimum	-10,1311	-10,1311	-1,3711	
	Maximum	7,6832	7,6831	5,1005	
PAS	Moyenne	0,8964	0,7777	1,0149	-2,3917**
	Ecart-type	1,1252	1,0043	1,2247	
	Minimum	-2,7	-2,7	-0,0414	
	Maximum	10,5708	7,3548	10,5708	
IND17	Moyenne	0,5240	0,5259	0,5220	0,4297
	Ecart-type	0,1029	0,1044	0,1016	
	Minimum	0,2941	0,2941	0,2941	
	Maximum	0,8235	0,8235	0,8235	
END	Moyenne	0,2308	0,2264	0,2351	-0,5883
	Ecart-type	0,1667	0,1780	0,1548	
	Minimum	0,0003	0,0004	0,0003	
	Maximum	1,3024	1,3023	0,9241	
TCA	Moyenne	9,9666	9,0196	10,9137	-4,8131***
	Ecart-type	4,5393	4,7920	4,7920	
	Minimum	3	3	3	
	Maximum	25	25	21	
NRCA	Moyenne	5,9642	5,7349	6,1882	-1,7140*
	Ecart-type	2,9741	3,0417	2,8951	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	19	19	19	
ADMEX	Moyenne	0,3651	0,2873	0,4430	-7,6877***
	Ecart-type	0,2414	0,2145	0,2420	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,9	0,9	0,9	
AMPLIC	Moyenne	0,0094	0,0128	0,0057	1,8850*
	Ecart-type	0,0431	0,0591	0,0138	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,7011	0,7011	0,0894	
PSFOR	Moyenne	0,2032	0,1726	0,2336	-2,2568**
	Ecart-type	0,3062	0,2789	0,3289	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	1	1	1	
DEPFOR	Moyenne	0,0212	0,0160	0,0264	-2,1532**
	Ecart-type	0,0547	0,0379	0,0670	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,4740	0,3265	0,4740	
NREPSA	Moyenne	9,6196	7,2588	11,9803	-2,5433**
	Ecart-type	21,0751	20,7160	21,2066	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	188	188	100	
AS	Moyenne	0,0198	0,0165	0,0231	-1,8725*
	Ecart-type	0,0403	0,0473	0,0312	
	Minimum	0,0000	0	0	
	Maximum	0,5000	0,5	0,232	
PRSYND	Moyenne	0,4412	0,3568	0,5254	-3,8836***

¹³⁸ Nombre d'entreprises.

¹³⁹ Nombre d'observations.

	Ecart-type	0,4970	0,4800	0,5003	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	1	1	1	
ROA	Moyenne	0,0544	0,0550	0,0536	0,2489
	Ecart-type	0,0670	0,0878	0,0356	
	Minimum	-0,4452	-0,4452	-0,0316	
	Maximum	0,7400	0,7400	0,1647	
LNEFFECT	Moyenne	8,6559	7,9926	9,3191	-7,2209***
	Ecart-type	2,1761	1,9575	2,1849	
	Minimum	2,9444	2,9444	4,3944	
	Maximum	12,9865	11,9017	12,9864	
RD	Moyenne	0,0222	0,0183	0,0260	-1,9465*
	Ecart-type	0,0448	0,0321	0,0544	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,3201	0,2097	0,3201	
VARCA	Moyenne	0,1663	0,1797	0,1530	0,6424
	Ecart-type	0,4679	0,4955	0,4390	
	Minimum	-0,8266	-0,8266	-0,6723	
	Maximum	4,0045	4,0045	3,6536	

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

La lecture du tableau montre des disparités selon la structure de propriété. En effet, les firmes ayant une structure d'actionnariat dispersée sont celle de grande taille, investissant dans des projets de recherche et développement, disposant d'un conseil de grande taille, qui se réunit fréquemment et disposant d'un nombre élevé d'administrateurs externes. Ces entreprises offrent une meilleure répartition de richesse au profit des salariés, licencient moins, dépensent plus dans les plans de formations professionnelles, assurent une meilleure représentation des salariés et mettent en place des plans d'actionnariat des salariés.

Concernant l'ampleur de licenciement, Severin et al. (2003) étudient la relation entre la concentration de la structure d'actionnariat et les mesures de restructurations et principalement les réductions d'effectif. Sur la base d'un échantillon composé de 53 entreprises françaises cotées durant la période 1995-1998, les auteurs étudient l'effet de la concentration de la structure d'actionnariat¹⁴⁰ sur la réduction des effectifs. Les résultats montrent un effet positif et significatif (au seuil de 1%) de la part du capital détenue par les actionnaires majoritaires et la réduction des coûts suite au licenciement des effectifs. Les auteurs concluent que plus l'actionnariat est concentré, plus les actionnaires favorisent des mesures de restructuration.

La concentration de l'actionnariat améliore le contrôle exercé par les actionnaires (Shleifer et Vishny 1986 ; Bethel et Liebeskind 1993 ; Agrawal et Knoeber 1996). Lorsque la propriété est dispersée, les petits porteurs renoncent au contrôle individuel afin de limiter les

¹⁴⁰ Mesuré par le pourcentage détenu par les trois principaux actionnaires.

coûts de contrôle. Inversement, les actionnaires majoritaires, détenant un part significatif dans le capital, investissent dans le contrôle de la gestion afin d'augmenter les bénéfices.

La taille du conseil d'administration est plus élevée dans les entreprises où la structure de propriété est dispersée et plus faible dans les entreprises familiales que dans les entreprises contrôlées. Selon Godard (2002), les familles qui détiennent une part significative du capital ne désignent pas des représentants des actionnaires dans le conseil d'administration dans l'objectif de réduire le contrôle et ne pas diluer le capital de l'entreprise. Inversement, les firmes contrôlées sont caractérisées par des conseils de grandes tailles. Selon Kini et al. (1995), le changement de la structure de propriété est associé à une réduction de la taille de la firme.

Le nombre des administrateurs externes augmente lorsque la structure d'actionnariat est dispersée. Ce résultat est conforme aux travaux de Charreaux (1991) montrant que les firmes managériales sont qualifiées par des conseils d'administrations de grandes tailles, plus instables et composés d'un nombre élevé d'administrateurs externes.

Les plans d'actionnariat des salariés sont plus répandus dans les firmes à actionnariat dispersé. Ce résultat est conforme à l'étude de Trebucq (2002) montrant que les entreprises familiales sont plus performantes et recourent moins fréquemment à l'actionnariat salarié. Ces firmes peuvent adopter des plans d'actionnariat au profit des employés afin de faciliter l'enracinement des dirigeants. De même, les travaux de Roe (2002) présentent l'exemple d'une firme familiale qui veut s'introduire en bourse et ouvre son capital à ses salariés. De ce fait, elle augmente le nombre des administrateurs et des réunions ainsi que les comités de rémunération afin d'améliorer l'efficacité du conseil et contribuer à la création de valeur. Suite à l'introduction en bourse, les salariés exercent un contrôle sur les dirigeants lors des participations aux décisions institutionnelles. Des conflits d'intérêts naissent entre les actionnaires et les salariés suite aux réclamations des salariés d'une partie de la valeur globale créée. Par conséquent, la participation des salariés à la gestion diminue la richesse des actionnaires ce qui les incite à choisir une autre forme organisationnelle que la dispersion de la structure d'actionnariat.

Les dépenses en recherche et développement augmentent lorsque la structure d'actionnariat est dispersée. Ce résultat ne corrobore pas les résultats de Mezghanni (2007) montrant que la concentration de la propriété influence positivement l'intensité des dépenses

de recherche et développement qui à son tour affecte positivement la performance de la firme. Les actionnaires majoritaires exercent un contrôle sur les dirigeants et les obligent à investir dans des projets innovants afin de créer de la valeur et maximiser la richesse des actionnaires.

Le découpage de notre échantillon selon la structure de propriété influence seulement la part de richesse allouée aux salariés. Par contre, la richesse des actionnaires ne diffère pas selon la structure d'actionnariat. Inversement à notre hypothèse n° 3, la concentration de la propriété influence positivement la richesse des actionnaires.

Les études portant sur l'influence de la formation professionnelle, la représentation des salariés dans l'entreprise, la présence syndicale sur la création de valeur n'évoquent pas le rôle de la structure de propriété. Le découpage montre des disparités selon la structure d'actionnariat. En effet, les firmes ayant un actionnariat dispersé disposent d'un nombre élevé des représentants des salariés, d'un nombre important d'accords conclus avec les syndicats et des plans de formation des employés.

Section 3 : Résultats des modèles économétriques

Cette section est réservée aux résultats de nos modèles économétriques. Nous présentons d'abord la matrice de corrélation puis nous rapportons les résultats obtenus pour notre modèle concernant la part de richesse allouée aux actionnaires et aux salariés.

3.1. Matrice de corrélation

La matrice de corrélation entre les principales variables indépendantes de notre étude rapporte les résultats suivants :

Tableau 25 : Matrice de corrélation

	DEPFOR	AMPLIC	VARCA	RD	END	IND17	TCA	ADMEX	NRCA	NREPSA	AS	PSYND	ROA	LNEFFECT
DEPFOR	1,0000													
AMPLIC	0,0203	1,0000												
VARCA	0,0433	0,1816	1,0000											
RD	-0,0533	0,0880	-0,0382	1,0000										
END	-0,0058	0,0427	0,1370	0,0079	1,0000									
IND17	-0,0322	-0,0822	-0,0319	-0,1066	-0,0404	1,0000								
TCA	0,1168	-0,0462	-0,0909	0,1008	-0,0181	0,0564	1,0000							
ADMEX	0,1277	0,0234	-0,0391	0,0807	-0,0254	-0,0567	0,0187	1,0000						
NRCA	0,0738	0,0353	0,1428	-0,0135	0,0544	0,2364	-0,0291	-0,0629	1,0000					
NREPSA	0,1040	-0,0270	-0,0875	-0,0152	-0,0612	0,0663	0,2788	-0,0121	-0,0704	1,0000				
AS	-0,0011	-0,0443	-0,0239	-0,0236	-0,1208	0,1038	0,1982	0,0247	0,0192	0,2698	1,0000			
PSYND	0,0863	0,0210	-0,0737	0,1069	-0,1101	0,0221	0,1580	0,1289	0,0041	0,1090	0,0048	1,0000		
ROA	-0,0305	-0,2547	0,0832	-0,1354	-0,0714	0,0572	-0,1268	-0,1295	0,0338	-0,0745	-0,0336	-0,0124	1,0000	
LNEFFECT	0,1363	-0,0656	-0,2296	0,0500	-0,0580	0,1279	0,4590	0,2591	-0,0119	0,3396	0,2213	0,1677	-0,1138	1,0000

Ce tableau ne fait pas ressortir un problème de corrélation entre les autres variables explicatives qui peuvent, par conséquent, être introduites dans les différents modèles.

3.2. Résultats concernant la part de richesse allouée aux actionnaires

Le tableau suivant donne le résultat de l'estimation du modèle à équations multiples concernant la part de valeur ajoutée consacrée aux actionnaires.

Tableau 26 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) concernant la part de richesse allouée aux actionnaires (nombre d'observation=510)

Variables explicatives	PAA
	Coef. (t-Student)
AMPLIC	0,9702 (1,3200)
DEPFOR	1,9055*** (3,3900)
NREPSA	0,0009 (0,5400)
AS	-0,0987 (-0,1200)
PSYND	0,0172 (0,2700)
IND17	0,0493 (0,1600)
TCA	0,0281*** (3,6500)
ADMEX	0,2201* (1,6600)
NRCA	0,0077 (0,7300)
ROA	1,9909 *** (4,1700)
RD	-0,1901 (-0,2800)
VARCA	-0,4204*** (-6,1500)
END	-0,7143*** (-3,8700)
LNEFFECT	-0,0761*** (-4,4000)
CONSTANTE	0,4691 *** (2,2700)
R2	16,84%

*Significatif au seuil de 10%, ** significatif au seuil de 5% et *** significatif au seuil de 1%

Ce tableau permet de ressortir les résultats suivants :

L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires minoritaires n'affecte pas significativement leur part de richesse allouée. La protection accordée aux actionnaires limite leurs expropriations par les actionnaires de contrôle. Ce résultat corrobore les résultats trouvés par La Porta et al. (2000) montrant que les pays qui offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende, ce qui augmente la richesse des actionnaires. En effet, les firmes, appartenant à des pays du droit commun et offrant une meilleure protection aux minoritaires, distribuent plus de dividende que les firmes des pays de droit civil. Notre hypothèse qui stipule que plus l'indice regroupant les droits des actionnaires est élevé plus la richesse des actionnaires augmente **n'est pas vérifiée**.

La présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration influence significativement la part des actionnaires dans la valeur ajoutée (au seuil de 10%). La présence des administrateurs externes favorise une meilleure divulgation des informations, réduit les conflits d'intérêts et limite la possibilité d'expropriation des actionnaires (Byrd et Hickman, 1992). Ce résultat confirme l'hypothèse d'un impact positif de l'indépendance des administrateurs sur la richesse des actionnaires. L'hypothèse qui stipule que la présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration limite l'expropriation, favorise une augmentation de la performance et par conséquent, la richesse des actionnaires **est vérifiée**.

La taille du conseil d'administration influence positivement la richesse des actionnaires (au seuil de 1%). Ce résultat est conforme à certains travaux (Dalton et al., 1998 ; Ferris et al., 2003 ; Mak et Li, 2001 ; Omri et al., 2003) montrant que, dans les petites entreprises, un nombre élevé d'administrateurs peut contrôler les dirigeants et refuser certaines décisions prises. De même, la taille du conseil d'administration influence positivement la performance comptable et boursière des firmes. Ce résultat est expliqué par le fait que le dirigeant peut choisir d'augmenter le nombre des administrateurs indépendants ou d'accroître la taille du conseil afin de signaler l'efficacité de la structure de sa gouvernance auprès des actionnaires. En étudiant l'effet de la taille du conseil d'administration sur la distribution des dividendes, Nekhili et al. (2009) montrent un effet positif et faible.

Concernant les réunions du conseil d'administration, les résultats ne montrent pas un effet significatif sur la richesse des actionnaires. Ce résultat est différent de notre hypothèse montrant qu'une augmentation du nombre des réunions de conseil améliore la performance.

En effet, un nombre de réunions important, engendre une activité de surveillance et de contrôle et conduit à une convergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. L'hypothèse stipulant que la richesse des actionnaires est d'autant plus importante lorsque le conseil d'administration présente une taille réduite et se réunit plus fréquemment **n'est pas validée**.

La rentabilité économique (ROA), mesurée par le rapport entre le résultat économique net et le total actif, augmente significativement (au seuil de 1%) la richesse des actionnaires. Ce résultat est en lignée avec les travaux de Jensen (1992) montrant qu'une rentabilité élevée constitue une piste d'une distribution élevée de dividendes. Fama et French (2002) montrent que la rentabilité des firmes influence la politique de dividende. En effet, les firmes enregistrant une meilleure rentabilité, disposent d'un free cash flow élevé et par conséquent, distribuent plus de dividende.

La taille des firmes, mesurée par le logarithme népérien du total effectif, affecte négativement la richesse des actionnaires (au seuil de 1%). Les firmes de grande taille distribuent moins de dividendes. Ce résultat corrobore les résultats de Panasian et Prevost (2004) montrant que les firmes de grande taille sont plus sujettes au risque d'expropriation ce qui se traduit par une faible distribution de richesse. Le résultat contredit celui de Jensen (1986) montrant que les firmes de grandes tailles disposent d'importants free cash flow et donc ils sont plus disponibles à payer d'importants dividendes.

Les dépenses en recherche et développement n'influencent pas significativement la richesse des actionnaires. Ces investissements permettent de contrôler les dirigeants, limiter leur comportement opportuniste et aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires (Fama et Jensen, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1997 ; Walsh et Seward, 1990). En se basant sur la théorie d'enracinement, les dirigeants investissent dans des projets de recherche et développement afin de s'enraciner et rendre coûteux leur remplacement par une équipe dirigeante concurrente. De ce fait, les dirigeants augmentent leur propre utilité plutôt que la richesse des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1989).

Le niveau d'activité affecte négativement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la part de la richesse accordée aux actionnaires. Ce résultat est différent de celui de Poulain-Rehm (2007) montrant que la croissance de l'activité influence positivement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la création de valeur actionnariale (le modèle complet)

ainsi que la répartition de la valeur ajoutée (le modèle pas à pas) entre les actionnaires, les salariés, l'Etat et les créanciers. En étudiant l'effet de l'origine du système juridique sur la richesse des actionnaires, La Porta et al. (2000a) trouvent que dans les pays de droit commun, les entreprises en forte croissance distribuent moins de dividendes inversement aux entreprises des pays de droit civil.

Le niveau d'endettement affecte négativement la richesse des actionnaires (au seuil de 1%). Plusieurs travaux montrent une relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et l'endettement. En effet, la richesse créée par l'entreprise est partagée entre les différentes parties prenantes. La part de richesse allouée aux actionnaires provenant du free cash flow est composée par une partie distribuée sous forme de dividendes et une partie retenue par l'entreprise afin d'être réinvestie. La partie réservée par l'entreprise contribue à une augmentation de l'investissement et une diminution de la dette. Ce désendettement correspond à une augmentation de la richesse des actionnaires d'où la relation de substituabilité entre la valeur créée pour l'actionnaire et la dette. L'hypothèse de substituabilité **est vérifiée**.

Afin d'étudier la relation de complémentarité ou de substituabilité entre la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et celle des salariés nous avons choisi d'étudier l'effet de chaque droit accordé aux salariés sur la richesse des actionnaires. Les résultats montrent un effet non significatif des variables liées aux licenciements, à la représentation des salariés et à l'actionnariat des salariés. Inversement à notre hypothèse, le licenciement ne contribue pas à un enrichissement des actionnaires. La présence syndicale n'affecte pas la richesse des actionnaires, inversement aux travaux de Doucouliagos et Laroche (2004) montrant que les syndicats interviennent afin d'augmenter la richesse des salariés au détriment de celle des apporteurs de capitaux financiers.

Les dépenses en formation professionnelle influencent positivement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des actionnaires. En effet, l'adoption des programmes de formation encourage le développement du capital humain et contribue à l'amélioration du capital financier. Plusieurs études anglo-saxonnes (Bartel, 1995 ; Black et Lynch, 1996, 1997 ; Barrett et al. 2001 et Bassi et al. 2002) montrent une relation positive entre la formation professionnelle et la performance des firmes. De même, Good et Georges (2003) concluent un effet positif et significatif de la politique de rémunération et la formation professionnelle des salariés sur la performance économique et financière. Portant sur la

relation entre la création de valeur et la formation professionnelle, Dennery (2004) montre que la formation professionnelle contribue à la création de valeur globale de l'entreprise. Cette idée est confirmée par l'étude de Tahir (2004) montrant que les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur.

3. 3. Résultats concernant la part de richesse allouée aux salariés

Le tableau suivant donne le résultat de l'estimation du modèle à équations multiples concernant la part de valeur ajoutée consacrée aux salariés.

Tableau 27 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) concernant la part de richesse allouée aux salariés (nombre d'observation = 510)

Variables explicatives	PAS
	Coef. (t-Student)
AMPLIC	-3,1543*** (-2,8500)
DEPFOR	-2,1038*** (-2,4900)
NREPSA	-0,0004 (-0,1800)
AS	-0,0541 (-0,0500)
PSYND	0,3825*** (4,0700)
IND17	-1,4053*** (-3,0500)
TCA	-0,0182 (-1,5800)
ADMEX	0,4288*** (2,1500)
NRCA	0,0300** (1,8800)
ROA	-0,9187 (-1,2800)
RD	1,3680 (1,3300)
VARCA	0,0335 (0,3300)
END	-0,7643 (-2,7600)
LNEFFECT	0,1654*** (6,3700)
CONSTANTE	0,1402 (0,4500)
R2	20,21%

*Significatif au seuil de 10%, ** significatif au seuil de 5% et *** significatif au seuil de 1%

Ce tableau permet de ressortir les résultats suivants :

L'ampleur de licenciement, mesurée par le nombre des salariés licenciés par rapport à l'effectif total, diminue significativement (au seuil de 1%) la richesse des salariés. Ce résultat est en lignée avec les travaux de sentis (1998) portant sur la répartition de la valeur ajoutée. L'auteur montre que les dirigeants, face à une valeur ajoutée, ne peuvent pas réduire ni la richesse des créanciers vu que cette dernière est fixée dans les contrats ni celle des actionnaires dans la mesure où ces derniers décident la nomination et la révocation des dirigeants lors du conseil d'administration. Ces derniers, n'ayant pas le droit de diminuer les salaires, procèdent à la réduction de la richesse des salariés par le licenciement des effectifs. Inversement, le licenciement des salariés n'améliore pas la richesse des actionnaires et par conséquent, l'hypothèse stipulant que la réduction des effectifs s'accompagne d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des salariés **n'est pas vérifiée**.

La formation des salariés, mesurée par les dépenses en formation professionnelle, influence négativement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des salariés. La formation professionnelle représente la troisième catégorie des coûts salariaux en plus des salaires et traitement et les cotisations salariales à la charge de l'employeur (Eyraud, 2003). De ce fait une augmentation de la formation des salariés entraîne une augmentation des charges de personnel. Selon Schuster (1988), la formation des salariés influence positivement la politique de rémunération. En effet, les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur globale au profit des différentes parties prenantes et principalement les clients, les actionnaires et le personnel (Tahir, 2004). L'hypothèse montrant que la formation professionnelle influence positivement la richesse des salariés **n'est pas validée**. L'effet négatif et significatif de la formation des salariés sur leurs richesses est expliqué par le fait qu'une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires au détriment des salariés (Laroche, 2006).

La présence syndicale augmente significativement (au seuil de 1%) la richesse des salariés. Les accords avec les syndicats portent essentiellement sur l'organisation des conditions du travail des entreprises tels que l'aménagement du temps de travail, la formation professionnelle, la limitation du taux de licenciement et de rémunération (augmentation de salaires, intéressement...). En s'intéressant à la relation entre la présence des syndicats et la répartition de la valeur ajoutée entre le facteur capital et travail, Layard et al. (1991) montrent

qu'une phase de désyndicalisation est marquée par une diminution de la part du travail dans la valeur ajoutée. De même, Laroche et al. (2006) concluent que la présence syndicale influence positivement la répartition de la valeur ajoutée entre les apporteurs de capital humain et financier. Inversement aux travaux précédents, Doucouliagos et Laroche (2004) montrent que la présence syndicale permet de privilégier les salariés dans la distribution de richesse au détriment des actionnaires. Ce résultat est en lignée avec celui d'Andolfatto et Labbé (2000) montrant que les syndicats permettent une gestion des conflits suite aux partages des bénéfices. L'hypothèse stipulant que le pouvoir de négociation syndical augmente la richesse des salariés **est vérifiée**.

L'actionnariat des salariés, mesuré par le pourcentage d'actions détenu par les salariés, n'influence pas significativement la richesse des salariés. L'actionnariat des salariés s'inscrit dans une perspective de création de valeur pour l'entreprise, inversement à l'actionnariat des dirigeants, ayant pour objectif la création de valeur actionnariale. Les actionnaires salariés reçoivent une rémunération supplémentaire afin de compenser la faible évolution des salaires sans alourdir la masse salariale. L'actionnariat des salariés joue un rôle important dans la création de valeur partenariale, incite les salariés à agir dans l'intérêt commun et réduit les conflits d'intérêts sur la répartition de richesse (Hammer et Stern, 1980). Les entreprises dotées d'un plan ESOP enregistrent une augmentation des rémunérations des salariés (Brillet et d'Arcimoles, 2002). L'hypothèse montrant que l'actionnariat des salariés influence positivement la création de valeur partenariale et la richesse des salariés **n'est pas validée**. Ce résultat est conforme à l'étude de Trébucq (2002) qui n'enregistre aucun impact positif de l'actionnariat salarié sur la répartition de la valeur ajoutée entre les stakeholders (actionnaires, salariés, créanciers, Etat). De même, Poulain-Rehm (2007) étudie l'effet de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale distribuée par l'entreprise aux différentes parties prenantes (les salariés, les prêteurs, l'Etat et les actionnaires). Les résultats des régressions montrent que l'actionnariat des salariés n'affecte pas la répartition de la valeur ajoutée. De ce fait, la participation des salariés aux instances décisionnelles n'influence pas la part des rémunérations dans la valeur ajoutée.

Le nombre des représentants des salariés dans l'entreprise n'influence pas significativement la richesse des salariés. La représentation des salariés peut être assurée par l'intermédiaire des délégués syndicaux, du comité d'entreprise, des élus du personnel et du comité d'hygiène et de sécurité de travail. Cette représentation permet de rendre le système de

gouvernance efficace, réduit l'asymétrie d'information, protège les salariés et assure une amélioration des conditions de travail et des relations sociales, de la stabilité de l'emploi et la création de valeur globale de l'entreprise (Aoki, 1990). L'hypothèse stipulant que la richesse des salariés augmente avec le nombre et les réunions des représentants dans l'entreprise **n'est pas vérifiée**.

L'augmentation de l'endettement n'augmente pas significativement la richesse des salariés. Selon Bronars et Deere (1991) plus l'entreprise est endettée plus le pouvoir syndical est faible. En effet, la dette limite le pouvoir des syndicats ainsi que leurs formations. De même, Matsa (2006) montre que lorsqu'une firme maintient un niveau élevé de liquidité les salariés demandent une augmentation des salaires ce qui va à l'encontre des apporteurs des capitaux. De ce fait, la firme sera incitée à utiliser les financements externes (endettement) afin de limiter la négociation des syndicats ainsi que leurs formations. Son étude s'articule autour du pouvoir de négociation des salariés portant essentiellement sur l'augmentation des salaires (Dinardo et Lee, 2004). De même, l'endettement influence la richesse des actionnaires à partir des décisions de licenciements. En effet, les firmes qui licencient sont plus endettées et moins rentables (Sentis, 1998). Par conséquent, un transfert de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés. L'hypothèse de substituabilité entre l'endettement et la richesse des salariés **n'est pas vérifiée**.

La taille de la firme, mesurée par le logarithme népérien du total effectif, augmente significativement la part de richesse des salariés dans la valeur ajoutée (au seuil de 1%). Ce résultat est en ligné avec celui trouvé lors d'une étude réalisée par l'INSEE portant sur l'explication de l'effet de taille sur la richesse des salariés. L'étude montre un effet positif de la taille sur la part de valeur allouée aux personnels en 2006. Une étude réalisée sur différentes classe de taille (200-499, 500-999 et 2000 et plus) montre que, dans le secteur de sidérurgie, les entreprises de grande taille enregistrent des coûts salariaux les plus élevés.

Les variables liées au niveau d'activité, la rentabilité économique et les dépenses en recherche et développement n'affectent pas significativement la richesse des salariés.

Afin d'étudier la relation de complémentarité ou de substituabilité entre la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et celle des salariés nous avons choisi d'étudier l'effet de chaque droit accordé aux salariés, contribuant à une augmentation de leur richesse, sur la richesse des actionnaires. Les résultats montrent un effet non significatif de la taille du conseil

d'administration sur la richesse des salariés. Inversement, le nombre des réunions du conseil d'administration influence positivement la richesse des salariés.

L'amélioration de l'indice de protection des actionnaires influence négativement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des salariés. En effet, les actionnaires jouissant d'un certains nombres de droits s'échappent de l'expropriation des actionnaires de contrôle. Selon La Porta et al. (2000), les pays qui offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende, ce qui augmente la richesse des actionnaires. En étudiant la relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés, Timbeau (2002) montre qu'une compensation du coût salarial supplémentaire se traduit par une diminution du coût de capital. Une augmentation des salaires entraîne une diminution des dividendes. L'auteur montre que ces deux coûts sont d'ampleur identique et de sens opposés. De même, une augmentation de la richesse des actionnaires peut se traduire par des réductions des effectifs ou une cession d'actifs (charreaux, 2007).

La présence des administrateurs externes exerce un contrôle sur les décisions managériales et affecte positivement la performance. Portant sur la relation entre la présence des administrateurs indépendants et la richesse des actionnaires, Rosenstein et Waytt (1990) recommandent cette présence et concluent que la désignation d'un administrateur externe favorise une augmentation des cours boursiers pendant la période suivant cette désignation. En étudiant la relation entre la présence des administrateurs externes et les réductions des effectifs, Severin (2003) conclut à un effet non significatif de la présence des administrateurs externes sur les licenciements des salariés et par conséquent sur leurs richesses. Les résultats montrent un effet positif et significatif des administrateurs externes sur la richesse des salariés.

L'activité du conseil d'administration, mesurée par le nombre de ses réunions, affecte la performance des firmes. De ce fait, un nombre de réunions important engendre une activité de surveillance et de contrôle et conduit à une convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Sur la base d'un échantillon composé de 100 entreprises américaines cotées pendant la période 2001-2003, Rachdi et al. (2009) étudient l'impact de l'activité du conseil d'administration, mesurée par le logarithme du nombre des réunions du conseil par an, sur la rentabilité des actifs (ROA). Les auteurs montrent que l'activité du conseil influence positivement et d'une manière significative la performance comptable des firmes et par

conséquent la richesse des actionnaires. Les résultats montrent un effet positif et significatif de l'activité du conseil d'administration sur la richesse des salariés.

Les résultats des régressions (Annexe 8) sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau 28 : Résultats du modèle d'équations multiples (méthode SUR)

Variables explicatives	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
AMPLIC	0,9702 (1,3200)	-3,1543*** (-2,8500)
DEPFOR	1,9055*** (3,3900)	-2,1038*** (-2,4900)
NREPSA	0,0009 (0,5400)	-0,0004 (-0,1800)
AS	-0,0987 (-0,1200)	-0,0541 (-0,0500)
PSYND	0,0172 (0,2700)	0,3825*** (4,0700)
IND17	0,0493 (0,1600)	-1,4053*** (-3,0500)
TCA	0,0281*** (3,6500)	-0,0182 (-1,5800)
ADMEX	0,2201* (1,6600)	0,4288*** (2,1500)
NRCA	0,0077 (0,7300)	0,0300** (1,8800)
ROA	1,9909 *** (4,1700)	-0,9187 (-1,2800)
RD	-0,1901 (-0,2800)	1,3680 (1,3300)
VARCA	-0,4204*** (-6,1500)	0,0335 (0,3300)
END	-0,7143*** (-3,8700)	-0,7643 (-2,7600)
LNEFFECT	-0,0761*** (-4,4000)	0,1654*** (6,3700)
CONSTANTE	0,4691*** (2,2700)	0,1402 (0,4500)
R2	16,84%	20,21%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Tableau 29 : Synthèse des déterminants des résultats

Variables explicatives	Signe trouvé	
	PAA	PAS
AMPLIC	+	- ***
DEPFOR	+ ***	- ***
NREPSA	+	-
AS	-	-
PSYND	+	+ ***
IND17	+	- ***
TCA	+ ***	-
ADMEX	+ *	+ ***
NRCA	+	+ **
ROA	+ ***	-
RD	-	+
VARCA	- ***	+
END	- ***	-
LNEFFECT	- ***	+ ***
CONSTANTE	+ ***	+

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Section 4 : Tests de robustesse

Nous proposons d'effectuer des différents tests afin de vérifier la robustesse de nos résultats suite à certaines modifications portant sur le découpage de l'échantillon selon la structure de propriété, la taille du conseil d'administration et la présence des administrateurs externes. De même, nous étudions les résultats suite à une modification des variables dépendantes, explicatives ou de contrôle et de la technique économétrique utilisée.

4.1. Analyse de l'effet modérateur des différentes caractéristiques sur la répartition de la valeur ajoutée

Dans ce qui suit, nous allons étudier l'effet modérateur des différentes caractéristiques sur la répartition de la valeur ajoutée. En d'autres termes, il s'agit de voir si cette relation varie en fonction de la dispersion de la propriété, la taille du conseil d'administration et l'indépendance des administrateurs externes.

4.1.1. Analyse de l'effet de la structure de propriété sur la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés

Tableau 30 : Résultats de la régression multiple sur deux sous échantillons répartis selon la variable structure de propriété

Variables explicatives	Structure de propriété dispersée ¹⁴¹		Structure de propriété concentrée ¹⁴²	
	PAA	PAS	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
AMPLIC	1,3144 (0,5200)	-7,5945 (-1,4100)	1,7644* (1,9300)	-3,5102*** (-3,3300)
DEPFOR	1,6609*** (3,2000)	-1,7691 (-1,5900)	1,7514 (1,2200)	-3,3994** (-2,0500)
NREPSA	0,0011 (0,6000)	-0,0004 (-0,0900)	0,0002 (0,0900)	-0,0007 (-0,2600)
AS	-0,5025 (-0,4200)	1,6735 (0,6600)	-0,1406 (-0,1300)	-0,5042 (-0,4100)
PSYND	0,0613 (0,9100)	0,5247*** (3,6500)	-0,0378 (-0,3600)	0,2625** (2,1700)
IND17	0,0858 (0,2500)	-0,7982 (-1,0700)	0,1333 (0,2700)	-1,7849*** (-3,1000)
TCA	0,0413*** (3,9300)	-0,0273 (-1,2100)	0,0233** (2,1300)	-0,0185 (-1,4600)
ADMEX	0,2182 (1,4700)	0,4689 (1,4800)	0,3610 (1,4600)	0,4773 (1,6700)
NRCA	-0,0019 (-0,1600)	0,0250 (0,9800)	0,0280 (1,5000)	0,0235 (1,0900)
ROA	3,0214*** (3,0300)	-5,0271*** (-2,3600)	1,9419*** (3,2000)	0,1865 (0,2700)
RD	-0,2728 (-0,4500)	0,2745 (0,2100)	0,0435 (0,0300)	4,5398** (2,3200)
VARCA	-0,0291 (-0,3900)	-0,1140 (-0,7100)	-0,8046*** (-7,2000)	0,1254 (0,9700)
END	-0,4475** (-2,0700)	-1,0495*** (-2,2700)	-0,7485*** (-2,4700)	-0,1941 (-0,5500)
LNEFFECT	-0,0714*** (-3,6000)	0,1424*** (3,3600)	-0,1006*** (-3,2000)	0,1944*** (5,3600)
CONSTANTE	0,1636 (0,6900)	0,3430 (0,6700)	0,5698 (1,5300)	-0,0035 (-0,0100)
R2	17,94%	21,21%	25,19%	25,51%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

A partir du tableau ci-dessus, le découpage de l'échantillon selon la structure de propriété montre des disparités par rapport au modèle initial :

L'ampleur de licenciement, mesurée par le nombre des salariés licenciés par rapport à l'effectif total, diminue significativement (au seuil de 1%) la richesse des salariés et augmente la richesse des actionnaires (au seuil de 5%) lorsque la structure d'actionnariat est concentrée.

¹⁴¹ Annexe 9

¹⁴² Annexe 10

Les résultats montrent un transfert de richesse des salariés au profit des actionnaires lorsque la propriété est concentrée. Ce résultat est en lignée avec les travaux récents de Norazlan et al. (2010) étudiant la relation entre les caractéristiques des firmes procédant à la réduction des effectifs et l'impact sur la performance. Sur la base d'un échantillon composé de 96 entreprises cotées en Malaisie durant la période 1995-2002, les auteurs concluent un effet positif de la concentration de la structure d'actionnariat sur la performance des firmes procédant aux licenciements.

Lors de la répartition de la valeur ajoutée, Sentis (1998) montre que les dirigeants ne peuvent pas réduire ni la richesse des créanciers vu que cette dernière est fixée dans les contrats ni celle des actionnaires dans la mesure où ces derniers décident la nomination et la révocation des dirigeants lors du conseil d'administration. Ces derniers, n'ayant pas le droit de diminuer les salaires, procèdent à la réduction de la richesse des salariés par le licenciement des effectifs. De ce fait, une création de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés. De ce fait, nous concluons que la réduction des effectifs contribue à un transfert de richesse au détriment des salariés et au profit des actionnaires lorsque la structure d'actionnariat est concentrée.

L'adoption des plans de formation influence positivement la richesse des actionnaires et négativement celle des salariés lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. La formation professionnelle représente la troisième catégorie des coûts salariaux en plus des salaires et traitement et les cotisations salariales à la charge de l'employeur (Eyraud, 2003). De ce fait une augmentation de la formation des salariés entraîne une augmentation des charges de personnel. Selon Schuster (1988), la formation des salariés influence positivement la politique de rémunération. Selon Laroche (2006), une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires au détriment des salariés. L'effet négatif et significatif de la formation des salariés sur leurs richesses est expliqué par l'effet négatif des licenciements sur la richesse des salariés.

La présence syndicale influence positivement et d'une manière significative la part de richesse allouée aux salariés dans les deux groupes. Conformément à notre hypothèse, les syndicats interviennent afin d'augmenter la richesse des salariés. Inversement aux travaux de Doucouliagos et Laroche (2004), nos résultats montrent que la présence syndicale n'affecte pas la richesse des actionnaires quelque soit la structure de propriété.

La présence des administrateurs externe dans le conseil d'administration n'affecte pas la répartition de la valeur ajoutée selon la structure de propriété. Ce résultat montre que les administrateurs indépendants jouent un faible rôle de gouvernance. Ces administrateurs, désignés par les principaux actionnaires, entrent en collusion avec ces derniers afin d'exproprier la richesse de l'entreprise. Selon Charreaux et Pitol-Belin (1990), ces administrateurs sont désignés par le dirigeant ce qui réduit leurs caractères d'indépendants. Ces administrateurs peuvent entrer en collusion avec les dirigeants et peuvent accepter des investissements jugés non rentables par les actionnaires. De même, les administrateurs externes se basent sur des informations publiques et non détaillées afin de formuler leurs opinions. Lorsch et al. (1989) et Ezzamel et al. (2002) stipulent qu'il existe potentiellement un conflit d'intérêt, puisque les dirigeants externes peuvent chercher le gonflement de la rémunération des hauts dirigeants afin de l'utiliser dans leur négociation dans leur entreprise. De même, les administrateurs externes ressentent une gratitude envers les dirigeants d'avoir occupé un poste prestigieux et l'absence d'incitation de réduire la rémunération des dirigeants.

L'indice de protection des actionnaires influence négativement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des salariés lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. En effet, les actionnaires jouissant d'un certains nombres de droits s'échappent de l'expropriation des actionnaires de contrôle. De même, la présence d'actionnaires majoritaires favorise la protection des actionnaires minoritaires (Mayer, 1995) et constitue un substitue d'un environnement juridique offrant une faible protection. Par conséquent, une structure d'actionnariat concentré joue un rôle important dans la création de richesse pour les actionnaires et la performance des firmes en global.

Selon La Porta et al. (2000), les pays qui offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende, ce qui augmente la richesse des actionnaires. En étudiant la relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés, Timbeau (2002) montre qu'une compensation du coût salarial supplémentaire se traduit par une diminution du coût de capital. Une augmentation des salaires entraîne une diminution des dividendes. L'auteur montre que ces deux coûts sont d'ampleur identique et de sens opposés. De même, la concentration de la structure d'actionnariat favorise la réduction des effectifs et l'augmentation de la richesse des actionnaires au détriment des salariés.

Concernant le reste des variables, les résultats ne montrent pas une différence significative selon la structure d'actionariat des firmes dans les deux groupes.

4.1.2. Analyse de l'effet de la taille du conseil d'administration sur la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés

La taille du conseil d'administration joue un rôle important dans la résolution des conflits entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires. De ce fait, nous proposons le découpage de l'échantillon selon la taille du conseil d'administration afin de vérifier l'effet des variables sur la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés.

Tableau 31 : Résultats de la régression multiple sur deux sous échantillons répartis selon la variable taille du conseil d'administration

Variables explicatives	<i>TCA importante</i>		<i>TCA réduite</i>	
	PAA	PAS	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
AMPLIC	-2,2953 (-1,4700)	-4,1993 (-1,2200)	2,9782*** (3,1800)	-2,5646*** (-3,0600)
DEPFOR	1,5372*** (3,2500)	-1,5053 (-1,4500)	-3,8753 (-0,7300)	5,2215 (1,1100)
NREPSA	0,0039*** (2,2800)	-0,0024 (-0,6400)	-0,0020 (-0,7700)	0,0023 (0,9900)
AS	0,0288 (0,0400)	0,3019 (0,1900)	1,2051 (0,5700)	-2,0516 (-1,0900)
PSYND	0,1059 (1,4800)	0,6320*** (4,0200)	-0,1000 (-0,9300)	0,3276*** (3,4300)
IND17	-0,5111 (-1,4100)	-2,7018*** (-3,3800)	-0,1127 (-0,2000)	0,4342 (0,8600)
DIS	0,2286 (1,2800)	-0,5233 (-1,3300)	0,1897 (0,7000)	0,6434*** (2,6400)
ADMEX	-0,2129 (-1,0700)	0,3380 (0,7700)	-0,1455 (-0,6100)	1,1493*** (5,3700)
NRCA	0,0281 (1,6300)	0,0254 (0,6700)	0,0101 (0,6800)	0,0370*** (2,7800)
ROA	3,8624*** (3,3700)	-7,3442*** (-2,9200)	1,8671*** (3,2100)	0,2166 (0,4200)
RD	-0,5672 (-0,9300)	1,1238 (0,8400)	2,5444 (1,2300)	-3,1239* (-1,6900)
VARCA	-0,0700 (-0,9200)	0,0153 (0,0900)	-0,7979*** (-6,9500)	-0,0982 (-0,9600)
END	-0,2629 (-1,3100)	-0,9215** (-2,0900)	-1,2044*** (-3,6900)	-0,1001 (-0,3400)
LNEFFECT	-0,0914*** (-4,7200)	0,2020*** (4,7400)	-0,0416*** (-1,2700)	0,0471 (1,6100)
CONSTANTE	0,9354*** (3,7400)	0,7926 (1,4400)	0,7402 (1,9300)	-0,7319** (-2,1300)
R2	18,45%	21,50%	29,03%	37,38%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Les résultats montrent des différences : La réduction des effectifs diminue (au seuil de 1%) significativement la richesse des salariés et affecte positivement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des actionnaires. L'indice de protection des actionnaires diminue significativement la richesse des salariés lorsque la taille du conseil est élevée. La présence des administrateurs externes augmente la richesse des salariés (au seuil de 1%) dans les conseils ayant des tailles réduites.

4.1.3. Analyse de l'effet de l'indépendance des administrateurs sur la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés

Nous proposons un découpage de notre échantillon selon l'indépendance du conseil d'administration. En effet, les administrateurs externes interviennent afin de réduire les conflits entre les actionnaires et les dirigeants et agir dans la maximisation de la richesse des actionnaires.

Tableau 32 : Résultats de la régression multiple sur deux sous échantillons répartis selon la variable administrateurs externes

Variables explicatives	Forte ADMEX		Faible ADMEX	
	PAA	PAS	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
AMPLIC	1,0510 (1,6500)	-2,9462*** (-2,5300)	-4,4594*** (-2,5300)	-1,1069 (-0,4100)
DEPFOR	1,5796*** (3,4100)	-3,2640*** (-3,8700)	2,4191** (1,9300)	0,6703 (0,3500)
NREPSA	0,0009 (0,3500)	0,0016 (0,3800)	0,0004 (0,1800)	0,0006 (0,2000)
AS	0,1425 (0,1100)	0,5352 (0,2300)	-0,1940 (-0,2100)	-0,1096 (-0,0800)
PSYND	0,0462 (0,6400)	0,5487*** (4,1900)	-0,0481 (-0,5500)	0,2746** (2,0600)
IND17	-0,4148 (-1,1100)	-1,6211*** (-2,3700)	0,1977 (0,4800)	-1,4494** (-2,3300)
DIS	0,4155*** (2,3400)	1,1392*** (3,5100)	0,1353 (0,5800)	-0,0185* (-1,7400)
TCA	0,0268*** (2,1900)	-0,0575*** (-2,5700)	0,0238*** (2,5000)	-0,0091 (-0,6300)
NRCA	-0,0244** (-1,8000)	0,0051 (0,2100)	0,0279** (1,9000)	0,0324 (1,4600)
ROA	1,8992*** (2,4200)	-1,0048 (-0,7000)	2,4467*** (4,2800)	-0,6962 (-0,8000)
RD	-1,2510** (-2,0100)	-1,9504* (-1,7200)	1,7071 (1,3000)	7,7488*** (3,8700)
VARCA	-0,0309 (-0,5000)	-0,0937 (-0,8300)	-1,2598*** (-10,6000)	0,2359 (1,3100)
END	-0,0655*** (-0,3000)	-0,6148 (-1,5200)	-0,9609*** (-3,8000)	-0,2856 (-0,7400)
LNEFFECT	-0,0742*** (-3,2400)	0,0965*** (2,3100)	-0,0979*** (-4,0900)	0,1909 (5,2600)
CONSTANTE	0,5892 (2,5300)	0,9424*** (2,2200)	0,6705*** (2,4000)	-0,0620 (-0,1500)
R2	21,17%	31,55%	36,92%	22, 90%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Le découpage de l'échantillon selon la présence des administrateurs externes montre des différences. La réduction des effectifs diminue significativement (au seuil de 1%) la richesse des salariés lorsque le nombre d'administrateurs externe est élevé et celle des actionnaires (au seuil de 1%) lorsque le nombre est faible. L'indice de protection des actionnaires diminue significativement la richesse des salariés dans les deux groupes.

4.2. Modification des variables

Nous proposons de voir si les résultats des systèmes à équations multiples changent sensiblement suite au changement des mesures des variables dépendantes puis au changement des mesures des variables explicatives et de contrôle.

4.2.1. Modification de la mesure de la présence syndicale

En mesurant la présence syndicale par le nombre d'accord conclus avec les syndicats, nous ne trouvons pas des différences significatives dans les résultats (Annexe 11).

Tableau 33 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) avec modification de la mesure de la présence syndicale

Variables explicatives	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
AMPLIC	1,0036 (1,3600)	-3,1877*** (-2,8300)
DEPFOR	1,9006*** (3,3800)	-1,8205** (-2,1300)
NREPSA	0,0010 (0,6100)	-0,0006 (-0,2500)
AS	-0,1216 (-0,1500)	-0,2540 (-0,2100)
NACC	-0,0004 (-0,3600)	0,0036** (2,0000)
IND17	0,0440 (0,1400)	-1,3161*** (-2,8200)
TCA	0,0283*** (3,7000)	-0,0139 (-1,1900)
ADMEX	0,2306* (1,7300)	0,4511** (2,2200)
NRCA	0,0080 (0,7500)	0,0299** (1,8500)
ROA	2,0095*** (4,2000)	-0,9074 (-1,2500)
RD	-0,1568 (-0,2300)	1,6139 (1,5500)
VARCA	-0,4222*** (-6,1700)	0,0259 (0,2500)
END	-0,7211*** (-3,9300)	-0,8628*** (-3,0900)
LNEFFECT	-0,0750*** (-4,3000)	0,1636*** (6,1800)
CONSTANTE	0,4649*** (2,2500)	0,2209 (0,7000)
R2	16,85%	18,24%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

4.2.2. Modification des variables de contrôle

4.2.2.1. La taille

Inversement au travail précédent, nous mesurons la taille de la firme par le logarithme népérien de l'actif total (LNTACTIF) (Annexe 12). Le tableau suivant donne le résultat de la régression de la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et aux salariés.

Tableau 34 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) avec modification de la mesure de la taille

Variables explicatives	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
AMPLIC	1,0299 (1,3700)	-3,2846*** (-2,8500)
DEPFOR	1,7863*** (3,0600)	-1,7622** (-1,9700)
NREPSA	-0,0006 (-0,3700)	0,0029 (1,2000)
AS	-0,4117 (-0,5100)	0,6625 (0,5400)
PSYND	0,0037 (0,0600)	0,4132*** (4,2300)
IND17	-0,0876 (-0,2800)	-1,0857** (-2,2700)
TCA	0,0166** (1,8700)	0,0103 (0,7600)
ADMEX	0,0688 (0,4900)	0,7946*** (3,7000)
NRCA	0,0064 (0,6000)	0,0331** (2,0000)
ROA	2,0135*** (4,1100)	1,0069 (-1,3400)
RD	-0,2103 (-0,3000)	1,3686 (1,2700)
VARCA	-0,3647*** (-5,2600)	-0,0958 (-0,9000)
END	-0,7184*** (-3,8200)	-0,7517*** (-2,6100)
LNTACTIF	-0,0055 (-0,2500)	-0,0034 (-0,1000)
CONSTANTE	0,1194 (0,5800)	0,9483*** (3,0300)
R2	13,65%	13,78%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Les résultats des régressions ne ressortent pas des différences significatives avec le modèle initial si nous mesurons la taille par le logarithme népérien de l'actif total (LNTACTIF).

4.2.2.2. Le secteur d'activité

Inversement au travail initial, nous testons l'effet du secteur d'activité sur la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les salariés. La variable (INDUST) est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'activité de l'entreprise appartient à un secteur industriel et 0 sinon. Le tableau suivant donne le résultat de la régression de la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et aux salariés.

Tableau 35 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) avec le secteur d'activité

Variables explicatives	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
AMPLIC	0,9823 (1,3300)	-3,1045*** (-2,8100)
DEPFOR	1,9314*** (3,4200)	-1,9974*** (-2,3600)
NREPSA	0,0009 (0,5500)	-0,0003 (-0,1400)
AS	-0,1165 (-0,1500)	-0,1272 (-0,1100)
PSYND	0,0132 (0,2100)	0,3660*** (3,8600)
IND17	0,0803 (0,2600)	-1,2778*** (-2,7200)
TCA	0,0283*** (3,6800)	-0,0173 (-1,5000)
ADMEX	0,2253* (1,6900)	0,4504*** (2,2500)
NRCA	0,0082 (0,7700)	0,0319** 2,0000
ROA	1,9984*** (4,1800)	-0,8880 -1,2400
RD	-0,1994 (-0,2900)	1,3300 (1,2900)
VARCA	-0,4206*** (-6,1500)	0,0328 (0,3200)
END	-0,7024*** (-3,7700)	-0,7153*** (-2,5600)
LNEFFECT	-0,0772*** -4,4200	0,1607*** (6,1400)
INDUST	0,0304 (0,4600)	0,1251 (1,2700)
CONSTANTE	0,4424** (2,0600)	0,0303 (0,0900)
R2	16,88%	20,46%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Les résultats montrent un effet non significatif du secteur d'activité sur la répartition de la valeur ajoutée (Annexe 13). Inversement, Cotis (2009) montre que la taille, le secteur

d'activité et l'affiliation à un groupe influence la part de valeur ajoutée affectée aux salariés qui augmente dans les entreprises industrielles indépendantes ou appartenant à un groupe coté.

4.3. Modification de la technique économétrique

Nous proposons d'utiliser un système d'équations simultanées¹⁴³ et nous avons choisi d'appliquer la méthode de Three-Stage least Squares (3SLS) contrairement à Two-Stage Least Squares (2SLS). Cette méthode tient compte de la dépendance entre les termes d'erreurs et permet d'estimer tous les paramètres du modèle conjointement. Dans notre étude, nous estimons simultanément la part de richesse allouée aux actionnaires (PAA) et aux salariés (PAS) afin d'étudier l'impact sur la performance des firmes.

4.3.1. Système d'équations simultanées

Afin d'estimer notre modèle, nous utilisons un système d'équations simultanées et nous avons choisi d'appliquer la méthode de Three-Stage least Squares (3SLS) contrairement à Two-Stage Least Squares (2SLS). Notre modèle s'écrit comme suit :

Notre système d'équations simultanées s'écrit alors comme suit :

$$QT = \alpha_0 + \alpha_1 PAA + \alpha_2 PAS + \alpha_3 PAC + \alpha_4 LNEFFECT + \alpha_5 RD + \alpha_6 VARCA + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$PAA = \beta_0 + \beta_1 IND17 + \beta_2 TCA + \beta_3 NRCA + \beta_4 ADMEX + \beta_5 DIS + \beta_6 PAS + \beta_7 PAC + \beta_8 ROA + \beta_9 LNEFFECT + \beta_{10} RD + \beta_{11} VARCA + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$PAS = \gamma_0 + \gamma_1 AMPLIC + \gamma_2 PSFOR + \gamma_3 DEPFOR + \gamma_4 NREPSA + \gamma_5 RREPSA + \gamma_6 AS + \gamma_7 NACC + \gamma_8 PAA + \gamma_9 PAC + \gamma_{10} ROA + \gamma_{11} LNEFFECT + \gamma_{12} RD + \gamma_{13} VARCA + \varepsilon_3 \quad (3)$$

Les résultats des régressions (Annexe 14) sont résumés dans le tableau suivant :

¹⁴³ Pour pouvoir appliquer le modèle à équations simultanées, nous avons vérifié les conditions d'ordre et de rang. « La condition d'ordre est vérifiée, pour une équation donnée, lorsque le nombre de variables endogènes et de variables exogènes exclues est supérieur ou égal au nombre d'équations moins une » (Greene, 1997). « Les conditions de rang garantissent qu'il n'y a qu'une seule solution à la résolution de la forme réduite du système d'équation et, par conséquent, qu'une seule solution à l'estimation des paramètres de la forme structurelle du modèle. Elles sont plus difficiles à exposer de manière intuitive mais, comme le souligne » Greene (1997).

Tableau 36 : Résultats du système d'équations simultanées (méthode 3SLS)

Variables explicatives	QT	PAA	PAS
	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)	Coef. (t-Student)
PAA	-0,317*** (-6,070)		-1,148*** (-3,500)
PAS	-0,198** (-6,510)	-0,496*** (-5,520)	
PAC	1,204*** (6,850)	2,976*** (6,250)	5,429*** (9,660)
LNEFFECT	0,002 (0,190)	0,035 (1,500)	0,126*** (4,520)
RD	0,690*** (2,180)	1,009 (1,360)	2,195* (1,990)
VARCA	-0,175*** (-4,740)	-0,392*** (-5,550)	-0,418*** (-2,450)
IND17		0,182 (0,910)	
TCA		0,011** (2,030)	
ADMEX		0,141 (1,540)	
NRCA		0,007 (1,060)	
DIS		-0,050 (-0,520)	
ROA		-0,446 (-1,320)	-1,991*** (-2,840)
AMPLIC			-1,761** (-2,130)
PSFOR			-0,024 (-0,230)
DEPFOR			-0,609 (-0,740)
NREPSA			0,000*** (-0,240)
RREPSA			-0,053 (-0,700)
AS			0,670 (0,840)
PSYND			0,121 (1,600)
CONSTANTE	0,714*** (9,960)	0,330** (1,890)	0,406 (1,340)
R2	-18,08%	27,33%	-19,52%

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Les résultats montrent un effet négatif et significatif de la part de richesse allouée aux actionnaires sur la performance des firmes. Contrairement aux travaux de Fama et French (2002), la rentabilité des firmes influence la politique de dividende. En mesurant la richesse des actionnaires par la part du résultat net dans la valeur ajoutée, Beiner et al. (2004)

montrent que les firmes les plus profitables sont celles qui ont une valeur boursière plus élevée. Dans le cas où cette richesse est calculée à partir du rapport entre les dividendes et la valeur ajoutée, les firmes enregistrant une meilleure rentabilité, disposent d'un free cash flow élevé et par conséquent, distribuent plus de dividende. De même, le marché réagit favorablement aux annonces de hausses du dividende et défavorablement aux annonces de baisses.

La part de richesse allouée aux salariés diminue significativement la performance des firmes. L'augmentation de la richesse des salariés peut être le résultat d'une meilleure négociation des syndicats. En effet, un pouvoir de négociation élevé permet d'avoir une rémunération supérieure à celle du marché (Booth, 1995). La majorité des travaux (Batt et Welbourne, 2002 ; Dinardo et Lee, 2004 ; Gittell et al., 2004) ont conclu un effet négatif de la présence syndicale sur la performance des firmes. De même, les marchés financiers réagissent, suite à l'intervention syndicale, par une baisse des cours par rapport aux autres entreprises non syndiquées (Ruback et Zimmerman, 1984 ; Abowd, 1989). De même, la relation entre la richesse des salariés et la rentabilité économique est de sens inverse. Beiner et al. (2004) montrent un effet positif de la rentabilité sur la valeur boursière de la firme. Par conséquent, une augmentation de la part des salariés dans la valeur ajoutée se traduit par une diminution de la valeur boursière.

La part des charges financière dans la valeur ajoutée représentant la richesse des créanciers diminue significativement (au seuil de 1%) la performance boursière des firmes. Les charges financières augmentent avec l'endettement. Ce résultat corrobore celui de Charreaux et Debrières (1998), en analysant la valeur partenariale, montrent que les firmes endettées procèdent à une répartition de la valeur ajoutée au détriment du capital humain et participent moins à la création de valeur.

Les résultats montrent une relation substituable entre la richesse des actionnaires et celle des salariés.

Section 5 : Implications de gestion, limites et voies de recherche

5.1. Implications managériales

En termes d'implication de gestion, notre étude fournit aux dirigeants d'entreprises des indications précieuses concernant l'impact des droits accordés aux actionnaires et aux salariés sur leurs parts de richesse allouées.

Les résultats de la recherche montrent une relation entre le système juridique en termes de protection des parties prenantes et le partage de la valeur ajoutée.

5.2. Limites de la recherche

Les limites de la recherche portent essentiellement sur la faiblesse de l'échantillonnage. En effet, l'échantillon sur lequel nous avons travaillé est modeste et la majorité des entreprises présentent des effectifs assez faibles, ce qui rend sujettes à caution les analyses menées. De même, nous nous sommes limités qu'aux droits accordés aux actionnaires et salariés figurants dans les rapports annuels et les documents de référence des entreprises de notre échantillon.

Dans notre étude, la part de richesse dans la valeur ajoutée allouée aux actionnaires est expliquée par un indice regroupant que dix sept variables à l'instar des études de Glaeser et al. (2002). De même, la participation des salariés dans le conseil d'administration était limitée qu'aux actionnaires salariés.

Dans notre modèle nous n'avons pas inclus des facteurs économiques tels que le taux d'intérêt, l'inflation, le pouvoir de marché des entreprises... (Askenazy, 2003).

5.3. Voies de recherche futures

En dépit de ces limites, notre étude ouvre tout de même la voie à d'autres recherches. Plusieurs voies de poursuite et d'approfondissements sont donc envisageables.

Tout d'abord, l'utilisation d'un échantillon plus large pourrait apporter un éclairage différent sur cette problématique.

Les futures recherches pourraient étudier l'impact d'autres variables liées à la protection des parties prenantes d'une part sur leurs parts de richesse dans la valeur ajoutée et d'autre part sur la performance des firmes.

On pourrait également étudier l'effet d'autres variables sur la part de valeur allouée aux actionnaires tels que le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, le degré d'indépendance du comité d'audit, l'audit externe (réseau des « bigs ») et le système de rémunération des dirigeants par les stocks options. De même, nous pourrions étudier l'effet de l'identité des actionnaires (investisseurs institutionnels français ou étrangers, la part des familles et des dirigeants dans le capital) sur la répartition de richesse.

Du côté des salariés, nous étions limités seulement à l'examen des variables divulguées dans les rapports annuels vu l'absence de certains variables liées au degré de protection des salariés tels que le taux de syndicalisation des salariés, la participation des salariés à la gestion des firmes à travers le nombre des salariés présents dans le conseil d'administration et l'audit social. De même, la part de richesse allouée aux salariés peut être expliquée par le secteur d'activité de l'entreprise, le niveau de concurrence, la taille et l'âge. Cotis (2009) montre que l'âge d'une firme influence positivement la création et la répartition de la richesse. Une firme qui vient d'être créée réalise un faible profit dont une grande partie est consacrée à la rémunération du personnel. De même, nous pourrions, à l'instar des travaux de Davister (2004), inclure la notion d'audit social comme une variable mesurant le degré de protection des salariés.

La deuxième possibilité pour augmenter la validité externe de cette étude consiste à mener une comparaison internationale (la France, la Suède et les Etats-Unis) afin d'étudier l'impact de système juridique en termes de protection des parties prenantes (actionnaires et salariés) sur la performance des firmes afin de construire une continuité des travaux de La Porta et al.

Conclusion

Ce chapitre est consacré aux résultats de notre étude empirique. Rappelons que les objectifs poursuivis étaient les suivants : identifier les caractéristiques des firmes qui partagent leurs valeurs ajoutées entre les différentes parties prenantes (principalement les actionnaires, les salariés), examiner l'effet des droits accordés aux actionnaires et aux salariés sur la répartition de la valeur ajoutée selon la structure de propriété.

Les firmes de notre échantillon présentent des disparités dans le système de partage de valeur entre les actionnaires et les salariés expliquées par les droits accordés aux deux parties prenantes. Inversement, la structure d'actionnariat n'influence pas la richesse des actionnaires. Ce résultat est conforme aux travaux de Graham et al. (2002), Shekhar et Torbey (2005) montrant que la présence de blocs de contrôle n'affecte pas significativement la richesse des actionnaires.

D'une façon générale, les résultats obtenus sont conformes à l'hypothèse montrant que la répartition de la valeur ajoutée entre les stakeholders est expliquée par les droits qui leurs sont accordés. De même, notre étude montre l'effet significatif de la structure de propriété dans cette répartition.

Concernant la part de richesse allouée aux actionnaires, notre étude montre que les droits accordés aux actionnaires¹⁴⁴ n'affectent pas leurs parts de richesse et diminuent celle des salariés lorsque la structure d'actionnariat est concentrée.

Les caractéristiques du conseil d'administration jouent un rôle important dans la réduction de l'expropriation des minoritaires et par conséquent, sur leurs richesses. Nos résultats montrent que la présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration affecte positivement la richesse des actionnaires. La présence des administrateurs externes favorise une meilleure divulgation des informations, réduit les conflits d'intérêts et limite la possibilité d'expropriation des actionnaires (Byrd et Hickman, 1992). Ce résultat trouvé confirme l'hypothèse d'un impact positif de l'indépendance des administrateurs sur la richesse des actionnaires.

¹⁴⁴ Mesurés par un indice composé de dix sept droits.

La taille du conseil d'administration influence positivement la richesse des actionnaires. Ce résultat est conforme à certains travaux (Dalton et al., 1998 ; Ferris et al., 2003 ; Mak et Li, 2001 ; Omri et al., 2003) montrant que, dans les petites entreprises, un nombre élevé d'administrateurs peut contrôler les dirigeants et refuser certaines décisions prises. De même, la taille du conseil d'administration influence positivement la performance comptable et boursière des firmes. Ce résultat est expliqué par le fait que le dirigeant peut choisir d'augmenter le nombre des administrateurs indépendants ou d'accroître la taille du conseil afin de signaler l'efficacité de la structure de sa gouvernance auprès des actionnaires. En étudiant l'effet de la taille du conseil d'administration sur la distribution des dividendes, Nekhili et al. (2009) montrent un effet positif et faible. Concernant les réunions du conseil d'administration, les résultats ne montrent pas un effet significatif sur la richesse des actionnaires.

Du côté des salariés, leurs parts de richesse diminuent avec l'ampleur du licenciement. Ce résultat est conforme aux travaux de Sentis (1998) portant sur la répartition de la valeur ajoutée. L'auteur montre que la réduction de la richesse des salariés se fait à travers une politique de licenciement vu qu'une diminution des salaires est illégale.

Certains droits sont accordés aux salariés afin de limiter l'expropriation et augmenter leurs richesses. Parmi ces droits, on a utilisé la formation professionnelle mesurée par les dépenses consacrées en pourcentage du chiffre d'affaire. Notre étude montre une relation négative entre les dépenses consacrées à la formation des salariés et leur part de richesse accordée. Selon Schuster (1988), la formation des salariés influence positivement la politique de rémunération. En effet, les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur globale au profit des différentes parties prenantes et principalement les clients, les actionnaires et le personnel (Tahir, 2004). L'effet négatif et significatif de la formation des salariés sur leurs richesses est expliqué par le fait qu'une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires au détriment des salariés (Laroche, 2006).

La présence syndicale agit positivement et significativement sur la richesse des salariés sans affecter celle des actionnaires. Ce résultat est conforme à celui d'Andolfatto et Labbé (2000) montrant que les syndicats permettent une gestion des conflits suite aux partages des bénéfices. En effet, un pouvoir de négociation élevé permet d'avoir une

rémunération supérieure à celle du marché (Booth, 1995). Nos résultats contredisent les travaux de Doucouliagos et Laroche (2004) montrant que les syndicats interviennent afin d'augmenter les rentes des salariés au détriment de la richesse des apporteurs de capitaux financiers.

L'actionnariat des salariés, mesuré par le pourcentage d'actions détenu par les salariés, n'influence pas significativement la richesse des salariés. Ce résultat est conforme aux travaux de Trébucq (2002) et Poulain-Rehm (2007) qui n'enregistrent aucun effet de l'actionnariat salariés sur la répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes.

La représentation des salariés dans l'entreprise ainsi que le niveau d'endettement n'influencent pas la richesse des salariés.

A partir des résultats, nous avons conclu des différences dans l'effet de certains variables sur la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les salariés selon la structure de propriété de la firme. Lorsque la structure de propriété est concentrée, la réduction des effectifs contribue à un transfert de richesse des salariés aux actionnaires, la richesse des salariés diminue avec les dépenses en formation et le degré de protection des actionnaires.

Conclusion de la deuxième partie

La deuxième partie de la thèse, composée de deux chapitres, a été consacrée à une étude empirique dans un contexte français. A partir de cette étude, nous avons étudié l'impact des différents droits accordés aux actionnaires et aux salariés sur leurs parts dans la valeur ajoutée. De même, nous avons testé l'effet de ces droits sur la répartition de richesse selon la structure de propriété de la firme.

Le premier chapitre de la partie empirique a été réservé à la méthodologie de recherche. Nous avons présenté les objectifs et un rappel des hypothèses de la recherche. De même, nous avons identifié notre période d'étude, notre échantillon, les mesures des différentes variables utilisées et les modèles empiriques à tester.

Le deuxième chapitre est réservé à la validation empirique de nos hypothèses de recherche. Notre étude est basée sur un échantillon de 85 entreprises durant la période 2000-2005. Nous avons présenté les statistiques descriptives des différentes variables utilisées dans notre modèle. Nous avons précisé le pourcentage des firmes offrant une meilleure répartition de richesse aux profits des actionnaires ou salariés. Nous avons présenté également les statistiques descriptives pour les caractéristiques de propriété et de contrôle, les caractéristiques de gouvernance des firmes de l'échantillon. Dans ce chapitre, nous avons présenté les statistiques descriptives pour le découpage des firmes de notre échantillon selon la structure de propriété afin d'identifier les caractéristiques des firmes selon la répartition des richesses. Les résultats des régressions des systèmes d'équations multiples ont montré l'existence d'une relation entre les droits accordés aux actionnaires (salariés) et leur part de richesse dans la valeur ajoutée. De même, les résultats trouvés révèlent des différences selon la structure de propriété des firmes. Globalement, les résultats obtenus confirment l'hypothèse selon laquelle la protection accordée aux actionnaires et aux salariés influence leurs parts dans la valeur ajoutée.

CONCLUSION GENERALE

Le partage de la valeur ajoutée entre le capital et le travail est au cœur de polémiques récurrentes depuis de nombreuses années en France (Askénazy, 2003). L'objectif est de trouver un équilibre entre les apporteurs du capital humain et financier.

Cette étude a pour objectifs, au premier lieu de tester l'impact des droits accordés aux actionnaires ainsi que des mécanismes de gouvernance sur leur part de richesse dans la valeur ajoutée. Dans un deuxième lieu, nous étudions l'effet des droits des salariés sur leur part dans la valeur allouée. Finalement, nous testons l'effet des différentes variables sur la répartition de richesse entre les stakeholders les actionnaires et les salariés selon la structure de propriété des firmes.

Dans notre étude, nous avons utilisé une méthodologie hypothético-déductive, en se basant sur un modèle théorique à partir duquel nous avons établi douze hypothèses de recherche. Ces dernières sont réparties en deux groupes. Le premier groupe d'hypothèse porte sur l'effet des droits accordés aux actionnaires ainsi que certains mécanismes de gouvernance sur la richesse des actionnaires. Le deuxième groupe d'hypothèses étudie la relation entre les droits des salariés et leur part dans la valeur ajoutée. De même, nous avons testé le type de relation entre les droits des actionnaires et la richesse des salariés et inversement selon la structure de propriété des firmes. Notre étude a été menée sur un échantillon de 85 firmes françaises cotées du SBF 250 durant la période 2000-2005, ce qui nous a permis d'avoir un échantillon de 510 observations entreprise-année.

De ce fait, nous avons procédé en plusieurs étapes :

Au premier lieu, nous nous sommes intéressés aux conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes lors de la répartition de la valeur ajoutée où chacun des parties procède à augmenter sa part au détriment des autres. La valeur ajoutée est répartie entre les différentes parties prenantes : les salariés qui ont fourni le travail nécessaire à la production, les actionnaires et les créanciers qui ont fourni le capital nécessaire à la production, l'Etat qui prélève pour financer les dépenses publiques des impôts sur la production. Les différentes études portant sur la répartition de la richesse mesurent la part des actionnaires par le rapport entre le résultat net et la valeur ajoutée. La part des salariés dans la valeur ajoutée est mesurée par le rapport entre les charges de personnel et la valeur ajoutée (Sentis, 1998 ; Poulain Rehm, 2007). Askénazy (2003) définit la part de richesse allouée aux salariés comme le rapport entre la rémunération du travail et la valeur ajoutée. Nous avons étudié, par la suite,

l'impact des différents droits accordés aux actionnaires et aux salariés ainsi que des mécanismes de gouvernance sur la répartition de la valeur ajoutée entre chacune des parties prenantes (actionnaires, salariés).

Dans un second lieu, nous avons émis l'hypothèse selon laquelle les droits accordés aux actionnaires assurent une meilleure protection et limitent leurs expropriations. Le choix de la variable liée au degré de protection des actionnaires est basé sur les différentes critiques adressées aux travaux de La Porta et al. (1998) sur les contenus de règles de droit. Le niveau de protection des actionnaires ne peut pas être composé seulement de huit indicateurs. Dans notre étude, nous présentons les différents droits accordés aux actionnaires sous une seule variable synthétique (IND17) comportant les droits utilisées par La Porta et al. (1998) et Glaeser et al. (2002). A l'instar des travaux de La Porta et al. (2000), nous avons testé l'impact des droits accordés aux actionnaires sur leur part de richesse dans la valeur ajoutée. La Porta et al. (2000) montrent que les pays qui offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende, ce qui augmente la richesse des actionnaires. En effet, les firmes, appartenant à des pays du droit commun et offrant une meilleure protection aux minoritaires, distribuent plus de dividende que les firmes des pays de droit civil.

De même, nous avons utilisé certains mécanismes de gouvernance permettant de protéger les actionnaires minoritaires et qui peuvent influencer leur richesse. La concentration de l'actionnariat constitue un mécanisme utilisé par les actionnaires afin de contrôler les dirigeants (Shleifer et Vishny, 1986 ; Demsetz, 1983 ; Agrawal et Mandelker, 1990). En effet, la présence des actionnaires majoritaire assure une meilleure protection aux minoritaires (Jensen et Meckling, 1976) et limite le degré d'expropriation (Von Thaden, 1998). De même, nous avons étudié l'impact des caractéristiques du conseil d'administration (taille, nombre des administrateurs indépendants, nombre des réunions du conseil) ainsi que le niveau d'endettement.

La gouvernance actionnariale a pour objectif la maximisation de la valeur des actions, inversement, la gouvernance partenariale accorde une importance aux différentes parties prenantes et principalement les salariés. Dans une continuité des travaux de La Porta et al. (2000), nous avons utilisé différentes variables liées à la protection des salariés afin de tester l'impact sur la part de richesse réservée aux personnels. De ce fait, nous avons utilisé l'intervention des syndicats mesurée par le nombre d'accords conclus avec l'entreprise afin

de protéger les salariés et augmenter la part du travail dans la valeur ajoutée. Les champs d'intervention syndicale sont marqués par un aménagement du temps de travail, une formation professionnelle, la stabilité de l'emploi, une augmentation du salaire suite à une forte revendication syndicale, une communication dans l'entreprise entre les salariés et la direction, une faible rotation du personnel (afin de limiter le turnover) ainsi qu'une meilleure qualité de recrutement.

De même, l'actionnariat des salarié, mesuré par le pourcentage du capital détenu par les salariés, est promu afin d'assurer un équilibre entre les apporteurs du capital financier et les apporteurs du capital humain (Charreaux et Desbrières, 1997). Il accorde certains droits permettant de protéger les salariés contre les expropriations, assure une stabilité de l'emploi et réduit les conflits d'intérêts. Par conséquent, les salariés gagnent d'un côté (en tant qu'actionnaires) ce qu'ils perdent d'un autre côté (en tant que salariés). De même, nous avons utilisé la variable liée à la formation professionnelle, mesurée par les dépenses en pourcentage du chiffre d'affaire, comme un mécanisme affectant la richesse des salariés (Schuster, 1988). En effet, les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur globale au profit des différentes parties prenantes et principalement les clients, les actionnaires et le personnel (Tahir, 2004).

Les conflits d'intérêts entre les stakeholders sur la répartition de la valeur ajoutée peuvent conduire à la destruction du capital salarial afin de transférer la richesse au profit des actionnaires. Les dirigeants seront incapables de réduire la richesse des créanciers vu que cette dernière est fixée dans les contrats ainsi que la richesse des actionnaires dans la mesure où ces derniers décident la nomination et la révocation des dirigeants lors du conseil d'administration. Par conséquent, la réduction de la richesse attribuée aux salariés semble être la plus appropriée. Puisque la réduction des salaires est illégale, par exemple en France, les dirigeants optent à la détérioration du rapport salarial par la réduction des effectifs (Sentis, 1998). De ce fait, une création de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés. La variable liée à la réduction d'effectif est mesurée par le pourcentage des salariés licenciés par rapport à l'effectif total.

Afin d'estimer notre modèle, nous utilisons un système d'équations multiple et nous avons choisi d'appliquer la méthode de Seemingly Unrelated Regression (SUR). Ce modèle comprend deux équations expliquant la part de richesse allouée aux actionnaires et aux

salariés, il suppose que les deux variables à expliquer (PAA et PAS) sont liées seulement à travers la structure des erreurs (Zellner, 1962). De même, nous testons notre modèle selon la structure de propriété de la firme.

Notre étude empirique a permis de dégager les conclusions suivantes réparties en trois parties :

La première partie, portant sur la richesse des actionnaires, montre que l'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires minoritaires n'affecte pas significativement leur part de richesse allouée. Les actionnaires jouissant d'un certain nombre de droits leur permet de limiter leurs expropriations par les actionnaires de contrôle. Ce résultat ne corrobore pas les résultats trouvés par La Porta et al. (2000) montrant qu'une meilleure protection des actionnaires est associée à une distribution élevée de dividende.

La présence des administrateurs externes dans le conseil d'administration influence significativement la part des actionnaires dans la valeur ajoutée (au seuil de 10%). La présence des administrateurs externes favorise une meilleure divulgation des informations, réduit les conflits d'intérêts et limite la possibilité d'expropriation des actionnaires (Byrd et Hickman, 1992). Ce résultat trouvé confirme l'hypothèse d'un impact positif de l'indépendance des administrateurs sur la richesse des actionnaires.

La taille du conseil d'administration influence positivement la richesse des actionnaires (au seuil de 1%). Ce résultat est conforme à certains travaux (Dalton et al., 1998 ; Ferris et al., 2003 ; Mak et Li, 2001 ; Omri et al., 2003) montrant que, dans les petites entreprises, un nombre élevé d'administrateurs peut contrôler les dirigeants et refuser certaines décisions prises. De même, la taille du conseil d'administration influence positivement la performance comptable et boursière des firmes. Ce résultat est expliqué par le fait que le dirigeant peut choisir d'augmenter le nombre des administrateurs indépendants ou d'accroître la taille du conseil afin de signaler l'efficacité de la structure de sa gouvernance auprès des actionnaires. En étudiant l'effet de la taille du conseil d'administration sur la distribution des dividendes, Nekhili et al. (2009) montrent un effet positif mais faible.

Concernant les réunions du conseil d'administration, les résultats ne montrent pas un effet significatif sur la richesse des actionnaires. En effet, un conseil qui se réunit moins fréquemment permet de résoudre les problèmes stratégiques. Ce résultat est différent de notre hypothèse montrant qu'une augmentation du nombre des réunions de conseil améliore la

performance. De ce fait, un nombre de réunions important, engendre une activité de surveillance et de contrôle et conduit à une convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires.

Le niveau d'endettement affecte négativement la richesse des actionnaires (au seuil de 1%). Plusieurs travaux montrent une relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et l'endettement. En effet, la richesse créée par l'entreprise est partagée entre les différentes parties prenantes. La part de richesse allouée aux actionnaires provenant du free cash flow est composée par une partie distribuée sous forme de dividendes et une partie retenue par l'entreprise afin d'être réinvestie. En effet, la partie réservée par l'entreprise contribue à une augmentation de l'investissement et une diminution de la dette. Ce désendettement correspond à une augmentation de la richesse des actionnaires d'où la relation de substituabilité entre la valeur créée pour l'actionnaire et la dette.

Afin d'étudier la relation de complémentarité ou de substituabilité entre la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et celle des salariés nous avons choisi d'étudier l'effet de chaque droit accordé aux salariés, contribuant à une augmentation de leur richesse, sur la richesse des actionnaires. Les résultats montrent un effet non significatif des variables liées aux licenciements, à la représentation des salariés et à l'actionnariat des salariés. Inversement, les dépenses en formation professionnelle influencent positivement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des actionnaires. L'adoption des programmes de formation encourage le développement du capital humain et contribue à l'amélioration du capital financier. Plusieurs études anglo-saxonnes (Bartel, 1995 ; Black et Lynch, 1996, 1997 ; Barrett et al., 2001 ; Bassi et al., 2002) montrent une relation positive entre la formation professionnelle et la performance des firmes. De même, Good et Georges (2003) concluent un effet positif et significatif de la politique de rémunération et la formation professionnelle des salariés sur la performance économique et financière. Portant sur la relation entre la création de valeur et la formation professionnelle, Dennery (2004) montre que la formation professionnelle contribue à la création de valeur globale de l'entreprise. Cette idée est confirmée par l'étude de Tahir (2004) montrant que les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur.

La deuxième partie des résultats, portant sur les différents droits accordés aux salariés et leurs impacts sur leur part dans la valeur ajoutée, révèle les résultats suivants :

L'ampleur de licenciement, mesurée par le nombre des salariés licenciés par rapport à l'effectif total, diminue significativement (au seuil de 1%) la richesse des salariés. Ce résultat est en lignée avec les travaux de sentis (1998) portant sur la répartition de la valeur ajoutée. L'auteur montre que les dirigeants, face à une valeur ajoutée, ne peuvent pas réduire ni la richesse des créanciers vu que cette dernière est fixée dans les contrats ni celle des actionnaires dans la mesure où ces derniers décident la nomination et la révocation des dirigeants lors du conseil d'administration. Ces derniers, n'ayant pas le droit de diminuer les salaires, procèdent à la réduction de la richesse des salariés par le licenciement des effectifs. L'hypothèse stipulant que la réduction des effectifs se fait au détriment des salariés est vérifiée par contre aucun signe significatif n'est trouvé avec la richesse des actionnaires.

La formation des salariés, mesurée par les dépenses en formation professionnelle, influence négativement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des salariés. La formation professionnelle représente la troisième catégorie des coûts salariaux en plus des salaires et traitement et les cotisations salariales à la charge de l'employeur (Eyraud, 2003). De ce fait une augmentation de la formation des salariés entraîne une augmentation des charges de personnel. Selon Schuster (1988), la formation des salariés influence positivement la politique de rémunération. En effet, les entreprises adoptent des plans de formation professionnelle afin de garantir que les salariés contribuent efficacement à une création de valeur globale au profit des différentes parties prenantes et principalement les clients, les actionnaires et le personnel (Tahir, 2004). L'hypothèse montrant que la formation professionnelle influence positivement la richesse des salariés n'est pas validée. L'effet négatif et significatif de la formation des salariés sur leurs richesses est expliqué par le fait qu'une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires au détriment des salariés (Laroche, 2006).

La présence syndicale augmente significativement la richesse des salariés. Les organisations syndicales assurent un dialogue social entre l'Etat, les employeurs et les salariés. En effet, un pouvoir de négociation élevé permet d'avoir une rémunération supérieure à celle du marché (Booth, 1995). Inversement, la présence syndicale n'affecte pas la richesse des apporteurs de capitaux financiers contrairement aux travaux de Doucouliagos et Laroche (2004). Les accords avec les syndicats portent essentiellement sur l'organisation des conditions du travail des entreprises tels que l'aménagement du temps de travail, la formation professionnelle, la limitation du taux de licenciement et de rémunération

(augmentation de salaires, intéressement...). Ce résultat est en lignée avec celui d'Andolfatto et Labbé (2000) montrant que les syndicats permettent une gestion des conflits suite aux partages des bénéfices.

L'actionnariat des salariés, mesuré par le pourcentage d'actions détenu par les salariés, n'influence pas significativement la richesse des salariés. L'actionnariat des salariés s'inscrit dans une perspective de création de valeur pour l'entreprise, inversement à l'actionnariat des dirigeants, ayant pour objectif la création de valeur actionnariale. Les actionnaires salariés reçoivent une rémunération supplémentaire afin de compenser la faible évolution des salaires sans alourdir la masse salariale. L'actionnariat des salariés joue un rôle important dans la création de valeur partenariale, incite les salariés à agir dans l'intérêt commun et réduit les conflits d'intérêts sur la répartition de richesse (Hammer et Stern, 1980). Les entreprises dotées d'un plan ESOP enregistrent une augmentation des rémunérations des salariés (Brillet et d'Arcimoles, 2002). L'hypothèse montrant que l'actionnariat des salariés influence positivement la création de valeur partenariale et la richesse des salariés n'est pas validée.

Le nombre des représentants des salariés dans l'entreprise n'influence pas significativement la richesse des salariés. La représentation des salariés peut être assurée par l'intermédiaire des délégués syndicaux, du comité d'entreprise, des élus du personnel et du comité d'hygiène et de sécurité de travail. Cette représentation permet de rendre le système de gouvernance efficace, réduit l'asymétrie d'information, protège les salariés et assure une amélioration des conditions de travail et des relations sociales, de la stabilité de l'emploi et la création de valeur globale de l'entreprise (Aoki, 1990).

Le niveau d'endettement n'augmente pas significativement la richesse des salariés. Selon Bronars et Deere (1991) plus l'entreprise est endettée plus le pouvoir syndical est faible. En effet, la dette limite le pouvoir des syndicats ainsi que leurs formations. De même, Matsa (2006) montre que lorsqu'une firme maintient un niveau élevé de liquidité les salariés demandent une augmentation des salaires ce qui va à l'encontre des intérêts des apporteurs des capitaux. De ce fait, la firme sera incitée à utiliser les financements externes (endettement) afin de limiter la négociation des syndicats ainsi que leurs formations. Son étude s'articule autour du pouvoir de négociation des salariés portant essentiellement sur l'augmentation des salaires (Dinardo et Lee, 2004). De même, l'endettement influence la richesse des actionnaires à partir des décisions de licenciements. En effet, les firmes qui

licencient sont plus endettées et moins rentables (Sentis, 1998). L'hypothèse de substituabilité entre l'endettement et la richesse des salariés n'est pas vérifiée.

Afin d'étudier la relation de complémentarité ou de substituabilité entre la part de valeur ajoutée allouée aux actionnaires et celle des salariés nous avons choisi d'étudier l'effet de chaque droit accordé aux salariés, contribuant à une augmentation de leur richesse, sur la richesse des actionnaires. Les résultats montrent un effet non significatif de la taille du conseil d'administration sur la richesse des salariés. Inversement, le nombre des réunions du conseil d'administration influence positivement la richesse des salariés.

L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires influence négativement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des salariés. En effet, les actionnaires jouissant d'un certains nombres de droits s'échappent de l'expropriation des actionnaires de contrôle. Selon La Porta et al. (2000), les pays qui offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires distribuent plus de dividende, ce qui augmente la richesse des actionnaires. En étudiant la relation de substituabilité entre la richesse des actionnaires et celle des salariés, Timbeau (2002) montre qu'une compensation du coût salarial supplémentaire se traduit par une diminution du coût de capital. Une augmentation des salaires entraîne une diminution des dividendes. L'auteur montre que ces deux coûts sont d'ampleur identique et de sens opposés. De même, une augmentation de la richesse des actionnaires peut se traduire par une réduction des effectifs ou une cession d'actifs (Charreaux, 2007).

La présence des administrateurs externes exerce un contrôle sur les décisions managériales et affecte positivement la performance. Portant sur la relation entre la présence des administrateurs indépendants et la richesse des actionnaires, Rosenstein et Waytt (1990) recommandent cette présence et concluent que la désignation d'un administrateur externe favorise une augmentation des cours boursiers pendant la période suivant cette désignation. En étudiant la relation entre la présence des administrateurs externes et les réductions des effectifs, Severin (2003) conclut à un effet non significatif de la présence des administrateurs externes sur les licenciements des salariés et par conséquent sur leurs richesses. Les résultats montrent un effet positif et significatif des administrateurs externes sur la richesse des salariés.

L'activité du conseil d'administration, mesurée par le nombre de ses réunions, affecte la performance des firmes. De ce fait, un nombre de réunions important engendre une activité de surveillance et de contrôle et conduit à une convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Les résultats montrent un effet positif et significatif de l'activité du conseil d'administration sur la richesse des salariés.

Dans la dernière partie, nous avons étudié l'effet modérateur de la structure de propriété sur la répartition de la richesse entre les actionnaires et les salariés. Les résultats montrent des différences significatives par rapport au modèle initial sur trois variables :

L'ampleur de licenciement diminue significativement (au seuil de 1%) la richesse des salariés et augmente la richesse des actionnaires (au seuil de 5%) lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. A partir de ce résultat, nous concluons que la réduction des effectifs contribue à un transfert de richesse au détriment des salariés et au profit des actionnaires lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. Ce résultat est en lignée avec les travaux récents de Norazlan et al. (2010) étudiant la relation entre les caractéristiques des firmes procédant à la réduction des effectifs et l'impact sur la performance. Sur la base d'un échantillon composé de 96 entreprises cotées en Malaisie durant la période 1995-2002, les auteurs concluent un effet positif de la concentration de la structure d'actionnariat sur la performance des firmes procédant aux licenciements. De ce fait, une création de richesse se fait au profit des actionnaires et au détriment des salariés.

L'adoption des plans de formation influence positivement la richesse des actionnaires et négativement celle des salariés lorsque la structure d'actionnariat est concentrée. La formation professionnelle représente la troisième catégorie des coûts salariaux en plus des salaires et traitement et les cotisations salariales à la charge de l'employeur (Eyraud, 2003). De ce fait une augmentation de la formation des salariés entraîne une augmentation des charges de personnel. Selon Schuster (1988), la formation des salariés influence positivement la politique de rémunération. Selon Laroche (2006), une augmentation des rémunérations incite les dirigeants à réduire l'effectif afin d'augmenter la richesse des actionnaires au détriment des salariés. L'effet négatif et significatif de la formation des salariés sur leurs richesses est expliqué par l'effet négatif des licenciements sur la richesse des salariés.

L'amélioration de l'indice regroupant les droits des actionnaires influence négativement et d'une manière significative (au seuil de 1%) la richesse des salariés lorsque

la structure d'actionnariat est concentrée. En effet, les actionnaires jouissant d'un certains nombres de droits s'échappent de l'expropriation des actionnaires de contrôle. De même, la présence d'actionnaires majoritaires favorise la protection des actionnaires minoritaires (Mayer, 1995) et constitue un substitue d'un environnement juridique offrant une faible protection. Par conséquent, une structure d'actionnariat concentré joue un rôle important dans la création de richesse pour les actionnaires et la performance des firmes en global. De même, la concentration de la structure d'actionnariat favorise la réduction des effectifs et l'augmentation de la richesse des actionnaires au détriment des salariés.

Concernant le reste des variables, les résultats ne montrent pas une différence significative selon la structure d'actionnariat des firmes dans les deux groupes.

Notre étude complète celles de La Porta et al. (1998, 2000) portant sur la protection des actionnaires et son influence sur la richesse des actionnaires. Par extension à ces travaux, nous nous sommes intéressés à la gouvernance partenariale qui prend en considération l'ensemble des parties prenantes dans la répartition de la valeur créée. De ce fait, nous avons inclus les droits accordés aux salariés afin de tester l'impact sur leur part dans la valeur ajoutée. De même, nous avons testé le rôle de la structure de propriété sur la répartition de la valeur ajoutée entre les actionnaires et les salariés.

Notre recherche comporte certaines limites portant essentiellement sur la faiblesse de l'échantillon. De même, nous nous sommes limités qu'aux droits des actionnaires et des salariés figurants dans les rapports annuels et les documents de référence des entreprises de notre échantillon.

Les futures recherches pourraient porter, d'une part, sur l'impact d'autres variables susceptibles d'influencer la richesse des actionnaires tels que le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, le degré d'indépendance du comité d'audit, l'audit externe (réseau des « bigs ») et le système de rémunération des dirigeants par les stocks options. De même, nous pourrions étudier l'effet de l'identité des actionnaires (investisseurs institutionnels français ou étrangers, la part des familles et des dirigeants dans le capital) sur la répartition de richesse. Par ailleurs, le taux de syndicalisation des salariés, la participation des salariés à la gestion des firmes à travers le nombre des salariés présents dans le conseil d'administration peuvent influencer leur part de richesse dans la valeur ajoutée.

La deuxième possibilité pour augmenter la validité externe de cette étude consiste à mener une comparaison internationale (la France, la Suède et les Etats-Unis) afin d'étudier l'impact de système juridique en termes de protection des actionnaires et des salariés sur la performance des firmes et de se construire une vision plus claire sur le sujet dans la continuité des travaux de La Porta et al.

BIBLIOGRAPHIE

Aboudy D. et Lev B., (2000), « Information asymmetry, R&D and insider gains », *The Journal of Finance*, vol. 55, pp. 2747-2766.

Abowd J., (1989), « The Effects of Wage Bargains on Stock Market Value of the Firm », *American Economic Review*, vol. 79, pp. 774-800.

Abowd J.M, Milkovich G.T et Hannon J.M., (1990), « The effects of human resource management decisions on shareholder value », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 43, n° 03, pp. 203-236.

Adam T. et Goyal V., (2006), « The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence », *Working Paper Series*, n° 23, pp. 10-11.

Agrawal A. et Knoeber C., (1996), « Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 03, pp. 377-397.

Albert M., (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Éditions du Seuil, L'histoire immédiate.

Alexandre H. et Paquerot M., (2000), « Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, pp. 5-29.

Allouche J., Charpentier M. et Guillot-Soulez C., (2004), « Un panorama des études académiques sur l'interaction performances sociales/performances économiques et financières », Actes du XVème Congrès annuel de l'AGRH : la GRH mesurée, Montréal, pp 31-58.

Allouche J., Huault I. et Schmidt G., (2004), « La responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) : la mesure détournée ? », 15ème Congrès annuel de l'Association Francophone de GRH (AGRH), Montréal.

Allouche J., Laroche P. et Noel F., (2005), « Suppressions d'emploi et performances de l'entreprise : une méta-analyse », *cahiers de recherche GREGOR*, vol. 06, n° 06.

Amosse T., (2006), « Le dialogue social en entreprise : une intensification de l'activité institutionnelle, des salariés faiblement engagés », *Premières Synthèses-informations, DARES*, vol. 1, n° 39.

Andolfatto D. et Labbé D., (2000), *Sociologie des syndicats*, La Découverte, Coll. Repères.

André P. et Schielhll E., (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, pp. 165-193.

Aoki M., (1984), *The cooperative game theory of the firm*, Clarendon Press.

Aoki M., (1990), « Toward an economic model of the japanese firm », *Journal of Economic Literature*, vol. 28, n° 1, pp. 1- 27.

Arcimoles C.H. et Brillet F., (2000), « Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié : une revue de la littérature France / Grande Bretagne / Etats Unis », Actes du congrès de l'AGRH, communication n° 47.

Arcimoles C.H. et Trébuq S., (2002), *Ressources humaines et création de valeur : Essai de modélisation et application à l'actionnariat salarié*, dans *Gestion des compétences et knowledge management*, Paris, Editions Liaisons, chapitre 2, pp. 23-35.

Arcimoles C.H., (1997), « Gestion sociale, performance économique et valeur financière de l'entreprise », dossier Finance et Emploi, *Echange et Projets*, vol. 78, pp. 41-49.

Arcimoles C.H., (1999), « Les investisseurs face à la performance sociale de l'entreprise », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 122-134.

Arcimoles C.H., (d') (1994), « Le bilan social : clignotant ou radar, pour une analyse externe de la performance économique de l'entreprise ? », *Revue Française des Ressources Humaines*, n° 12, pp. 05-16.

Arcimoles C.H., (d') (1995), *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines, nécessité et pertinence du bilan social*, Paris : Economica.

Arcimoles C.H., (d') (1996), « Financial Markets and Human Resource Management: Shortterm Dictation or Missing Information? The French Personnel Report Experiment », *Gestion 2000*, n° 2, pp. 37-56.

Arcimoles C.H., (d') et Fakhfakh F., (1997), « Licenciements, structure de l'emploi et performance de l'entreprise : une analyse longitudinale 1987-1993 », in *GRH face à la crise, GRH en crise*, (sous la dir. de) M. Tremblay et B. Sire, Montréal : Presses HEC, pp. 21-36.

Ashraf J., (1994), « Union Wage Effect: An Overview of Recent Literature », *Labor Studies Journal*, pp. 03-24.

Askénazy P., (2003), « Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et aux Etats-Unis : une réévaluation », *Economie et Statistique*, n° 363-364-365, pp. 167-189.

Asli D.K. et Levine R., (1999), « Bank-based and market-based financial systems: cross country comparaisons », *World Bank Development Research Group Finance*, n° 2143.

Atiase K., (1985), « Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements », *Journal of Accounting Research*, vol. 23, n° 1, pp. 21-36.

Barraud D.V., (1999), « Contribution à l'étude du lien entre les pratiques de GRH et la performance financière de l'entreprise : le cas des pratiques de mobilisation », *thèse de doctorat, Université de Toulouse I*.

Barrett A. et O'Connell P.J., (2001), « Does training generally work? The returns to incompany training », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 54, n° 3, pp. 647-662.

Bartel A.P., (1995), « Training, wage growth and job performance: evidence from a company data-base », *Journal of Labor Economics*, n° 13, pp. 401-425.

- Basdevant F., Charvériat A. et Monod F., (2004), *le guide de l'administrateur de société anonyme*, Litec
- Bassi L., Ludwig J., McMurrer D.P. et Van Buren M., (2002), « Profiting from learning: firm level effects of training implications », *Singapore Management Review*, vol. 24, n° 3, pp. 61-76.
- Bathala C.T., Moon K.P. et Rao R.P., (1994), « Managerial ownership, debt, policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, pp. 38-50.
- Batt R. et Welbourne T., (2002), « Performance and growth in entrepreneurial firms: revisiting the union-performance relationship », in J. Katz and Welbourne T. (eds), *Research Volume in Entrepreneurship*, vol. 5, pp. 147-174.
- Baums T., (1993), « Takeovers versus institutions in corporate governance in Germany », *Contemporary Issues in Corporate Governance*, pp. 151-183.
- Beasley M.S. et Petroni K.R., (2001), « Board independence and audit firm type », *Auditing: A journal of practice & theory*, vol. 20, n° 1, pp. 96-114.
- Beck T., Demirguc-Kunt A. et Levine R., (2001a), « Law, politics and finance », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 2585.
- Beck T., Demirguc-Kunt A. et Levine R., (2001b), « Legal theories of financial development », *Oxford review of economic Policy*, vol. 17, pp. 483-501.
- Beiner S., Drobetz W., Schmid F. et Zimmermann H., (2004), « Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? », *Kyklos*, vol. 57, n° 3, pp. 327-356.
- Bentolila S. et Saint-Paul G., (2003), « Explaining Movement in the Labor Share », *Contributions to Macroeconomics*, vol. 3, n° 1, pp. 1-33.
- Bhagat S. et Black B., (2002), « The non-correlation between board independence and long-term firm performance », *Journal of Corporation Law*, vol. 27, pp. 231-273.
- Black S. et Lynch L., (1996). « Human capital investments and productivity », *American Economic Review*, vol. 86, n° 2, pp. 263-267.
- Black S. et Lynch L., (1997), « How to compete: the impact of workplace practices and information technology on productivity », *Review of Economics and Statistics*, n°83, pp. 434-445.
- Blair M. et Roe M., (1999), *Employees and Corporate Governance*, Brooking Institution Press, Washington D.C.
- Blair M., (1999), « Firm-Specific Human Capital and the Theory of the Firm », *Employees et Corporate Governance*, Washington D.C. : Brookings Institution Press, pp. 58-90.
- Blair M., Kruse D. et Blasi J., (2000), « Employee Ownership: An Unstable Form or a Stabilizing Force », in Blair M. et Kochan T. (eds), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brooking Institution Press, Washington D.C., pp. 241-298.

- Blair M.M., (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution.
- Blair M.M., (1996), *Wealth Creation and Wealth Sharing*, The Brookings Institution.
- Blair M.M., « Firm Specific Human Capital and Theories of the Firm », in M.M. Blair et M.J. Roe, *Employees et Corporate Governance*, Washington D.C., Brookings Institution Press, 1999, p. 58-90.
- Blanchflower D.G. et Bryson A., (2003), « Changes Over Time in Union Relative Wage Effects in the UK and the US Revisited », in John T. Addison and C. Schnabel, (ed.), *International Handbook of Trade Unions*, Cheltenham, UK : Edward Elgar, pp. 197-245.
- Blanchflower D.G. et Bryson A., (2004), « What Effect Do Unions Have on Wages Now and Would Freeman and Medoff Be Surprised? », *Journal of Labor Research*, vol. 25, n° 4, pp. 383-414.
- Bloch F. et Hege U., (2001), « Multiple shareholders and control contests », *Journal of Political Economy*, vol. 104, pp. 298-345.
- Booth A.L., (1995), *The economics of the trade union*, Cambridge University Press.
- Bouattour M. et Boujelbene Y., (2007), « Annonce de dividende, signalisation et risque de surinvestissement. Vérifications sur le marché boursier français », Le Congrès International de l'AFFI, Bordeaux 27, 28 et 29 Juin
- Brandenburger A.M. et Stuart H.W., (1996), « Value-Based Business Strategy », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 5, pp. 5-24.
- Breda T., (2006), « L'influence des différents syndicats sur le niveau des salaires », *mémoire de Master 2 Analyse et politique économiques, ENS-EHESS*.
- Bronars S. et Deere D., (1991), « The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n° 1, pp. 231-54.
- Buchko A., (1992a), « Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: a Test of Three Theoretical Perspectives », *Work and Occupation*, vol. 19, n° 1, pp. 59-78.
- Buchko A., (1992b), « Employee Ownership, Attitudes and Turnover: an Empirical Assessment », *Human Relations*, vol. 45, n° 7, pp. 711-733.
- Buchko A., (1993), « The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: an Integrated Causal Model and Path Analysis », *Journal of Management Studies*, vol. 30, n° 4, pp. 633-657.
- Caby J. et Hirigoyen G., (2001), *La création de valeur de l'entreprise*, 2^{ème} édition, Economica, Paris, p. 197.
- Caby J., (2004), « la convergence internationale des systèmes de gouvernance des entreprises : faits et débats », *Management européen et mondialisation*, Ed. Dunod.

- Canibano L., Garcia-Ayuso M. et Sanchez P., (2000), « Accounting for intangibles: a literature review », *Journal of Accounting Literature*, vol. 19, pp. 102-130.
- Cannell M. et Wood S., (1992), *Incentive pay: Impact and evolution*, Institute of Personnel Management.
- Cannella A.A., (1995), « Executives and Shareholders: a Shift in the Relationship », *Human Resource Management*.
- Caramelli M. et Briole A., (2007), « employee stock ownership and job attitudes: does culture matter? », *Human Resource Management Review*, vol. 17, n° 3, pp. 290-304.
- Cascio W.F., Young C.E. et Morris J.R., (1997), « Financial Consequences of Employment-Change Decisions in Major U.S. Corporations », *Academy of Management Journal*, vol. 40, n° 5, pp. 1175-1189.
- Charreaux G. et Desbrières P., (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, pp. 57-88.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P., (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert Gestion.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P., (1992), « Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires », *Revue Française de Gestion*, n° 87, pp.84-92.
- Charreaux G., (1991), « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Economique*, n° 3, pp. 521-552.
- Charreaux G., (1994), *Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise*, Chapitre 5 de l'ouvrage le gouvernement des entreprises, Economica, Paris.
- Charreaux G., (1997), *Le gouvernement des entreprises*, Théories et faits, Economica, Paris.
- Charreaux G., (1998), « Le point sur la mesure de performance des entreprises », *Banque et Marchés*, n° 34, pp. 46-51.
- Charreaux G., (1999), *La théorie positive de l'agence : lecture et relectures* in G. Koenig (coordinateur), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIè siècle*, Économica, Paris, pp. 60-141.
- Charreaux G., (2007), « La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle... », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 1, pp. 07-46.
- Cheffi W. et Borchani M., (2005), « L'intégration du capital humain dans un outil de pilotage de la performance : le cas du tableau de bord stratégique », 16e Conférence de l'AGRH- Paris Dauphine-15 et 16 septembre.
- Chen Z., Cheung Y.L., Stouraitis A. et Wong A.S., (2005), « Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 4, pp. 431-449.

- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L., (2002), « Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings », *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, pp. 2741- 2771.
- Clarkson B.E., (1995), « A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporation », *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 1, pp. 92-117.
- Cotis J.P., (2009), « Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France », Rapport au Président de la République.
- Couret A. et Hirigoyen G., (1990), « L'actionnariat des salariés, Que sais-je ? », n° 2507, PUF
- Coutrot T., (1996), « Relations sociales et performance économique : une première analyse empirique du cas français », *Travail et Emploi*, n° 66, pp. 39-66.
- Cusack T.R., (1997), « Partisan Politics and Public Finance: Changes in Public Spending in the Industrialized Democracies, 1955-1989 », *Public Choice*, vol. 91, pp. 375- 395.
- Dalton D., Daily C., Ellstrand A. et Johnson J., (1998), « Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure; and financial performance », *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 269-290.
- Dasgupta S. et Sengupta K., (1993), « Sunk investment, bargaining and choice of capital structure », *International Economic Review*, vol. 34, n° 1, pp. 203-220.
- David P. et Kochhar R., (1996), « Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses », *Strategic Management Journal*, vol. 17, n° 1, pp. 73-84.
- Davister C., (2004), « L'audit social dans l'économie sociale : un moyen d'évaluer la complémentarité entre performance économique et sociale ? », *Reflets et perspectives de la vie économique*, vol. 3. pp. 61-71.
- De Meuse K.P., Bergmann T.J., Vanderheiden P.A. et Roraff C.E., (2004), « New evidence regarding organizational downsizing and a firm's financial performance: A long-term analysis », *Journal of Managerial Issues*, vol. 16, n° 2, pp. 155-177.
- Decock-Good C. et Georges L., (2003), « Gestion des ressources humaines et performance économique : une étude du bilan social », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 2, pp. 151-170.
- Deffains B. et Guigou J.D., (2002), « Droit, gouvernement d'entreprise et marché de capitaux », *Revue d'économie Politique*, vol. 112, n° 04, pp. 791-821.
- Degorre A. et Reynaud B., (2003), « Les performances des entreprises s'améliorent-elles avec une réduction de l'emploi des salariés non qualifiés et qualifiés? - Une évaluation sur données françaises (1994-2000) », document d'étude du CEPREMAP.
- Degorre A., (2003), « Une réduction de l'emploi améliore-t-elle les performances des entreprises en France? Une comparaison entre sociétés cotées et non cotées ». *Mémoire de DEA Analyse et Politique Economiques, sous la direction de B. Reynaud.*

- Demigurre-Kunt A. et Maksimovic V., (1999), « Institutions, Financial markets and Firm Debt Maturity », *Journal of Financial Economics*, vol. 54, pp. 295-336.
- Demsetz H., (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 375-390.
- Denis D.J., (1993), « Managerial discretion, organizational structure, and corporate performance: A study of leveraged recapitalizations », *Journal of Accounting and Economics*, pp. 209-236.
- Dennery M., (2004), *Réformes de la formation professionnelle : les clés pour réussir sa mise en œuvre*, Business and Economics, p. 232.
- Desbrière P., (2002), « Les actionnaires salarié », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 255-281.
- Desbrières P., (1997), « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », *Revue d'Economie Industrielle*, vol. 54, n° 54, pp. 44-67.
- Desbrières P., (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 (ed.), Economica, Paris, pp. 397-417.
- Desseigne G., (1997), *Les plans sociaux*, Paris PUF.
- Dinardo J. et Lee D., (2004), « Economic impacts of new unionization on private sector employers: 1984-2001 », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, n° 4, pp. 1383-1442.
- Ding Y., Stolowy H. et Tenenhaus M., (2007), « R&D productivity: an international study », *Review of Accounting and Finance*, vol. 6, n° 1, pp.86-101.
- Donaldson T. et Preston L.E., (1995), « The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidences, implications », *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 1, pp. 65-91.
- Dondi J., (1992), *L'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises : résultats empiriques*, Annales du Management, Nancy, Economica, pp. 191-205.
- Doucouliafos C. et Laroche P., (2004), « Unions and Financial Performance : A Meta Analysis », *Industrial Relations*, vol. 48, n° 9, pp. 146-183.
- Duquesne F., (2007), *Droit du travail*, Mémentos LMD.
- Eisenberg T., Sundgren S. et Wells M., (1998), « Larger board size and decreasing firm value in small firms », *Journal of Financial Economics*, n° 48, pp. 25-44.
- Elyan F.A., Swales G.S., Maris B.A. et Scott J.R., (1998), « Market Reaction, Characteristics, and the Effectiveness of Corporate Layoffs », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, n° 3, pp. 78-87.
- Eliasson G., (1990), « The Firm as a Competent Team », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 13, pp. 275-298.

- Ellili N., (2009), « La structure de propriété, les pilules empoisonnées et la richesse des actionnaires », *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, n° 236, pp. 95-104.
- Ergungor O., (2004), « Market-vs.bank-based financial systems: do Rights and Regulations Really Matter? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 2869-2887.
- Ergungor O., (2003), « Financial System Structure and Economic Development: Structure Matters », *Working Paper*, n° 03-05, pp. 01-35.
- Ezzamel M. et Watson R., (2002), « Pay Comparability Across and Within UK Boards: An Empirical Analysis of the Pay Cash Awards to CEOs and Other Board Members », *Journal of Management Studies*, vol. 39, pp. 207-232.
- Fabre C., (1997), « L'implication des salariés restants après un plan social », *Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, IAE de Montpellier*.
- Faccio M., Larry H. et Yong L., (2001), « Dividends and Expropriation », *The American Economic Review*, vol. 91, n° 1, pp. 54-78.
- Fama E. et French K., (2002), « Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt », *Review of Financial Studies*, vol. 15, pp. 1-33.
- Fama E., (1980), « Agency problems and theory of the firm », *Journal of Political Economy*, vol. 2, n° 88, pp. 288-307.
- Fama E.F. et Jensen M.C., (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, n° 26, pp. 301-325.
- Fernández C. et Arrondo R., (2005), « Alternative internal controls as substitutes of the board of directors », *Corporate Governance*, vol. 13, n° 6, pp. 856-666.
- Ferris S.P., Jagannathan M. et Prichard A.C., (2003), « Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiples Board Appointments », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, pp. 1087-1112.
- Filatotchev I. et Miekiewicz T., (2001), « Ownership concentration, private benefit of control and debt financing », *Economics Working Paper*, n° 4, Center for Study of Economic and Social Change in Europe.
- Finstad K., (2003), « Convergences et divergences dans les relations de travail : une étude comparative États-Unis, Canada et France », *Revue Internationale des Relations de Travail*, vol. 1, n° 4, pp. 18-31.
- Fondeur Y., (2005), « Comment définir et analyser la « précarité de l'emploi » dans le contexte américain ? », *Chronique internationale de l'IRES*, n° 97.
- Forker J., (1992), « Corporate Governance and disclosure quality », *Accounting and Business Research*, vol. 22, n° 86, pp. 111-124.
- Franklin A. et Douglas G., (2000), *Comparing financial systems*, MIT Press.
- Franks J. et Mayer C., (1995), « The role of large share stakes in poorly performing

companies », *mimeo*, LBS, Oxford.

Franks J. et Mayer C., (1997), « Corporate ownership and Control in the U.K, Germany and France », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 04, pp. 30-45.

Freeman R., Pierce J. et Dodd H., (2002), *Environmentalism and the New Logic of Business*, Pitman.

Freeman R.E., (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman, Boston.

Garvey G. et Swan P., (1994), « The economics of corporate governance: beyond the marshallian firm », *Journal of corporate finance*, vol. 1, pp. 139-174.

Gaudu F., (1996), « Les notions d'emploi en droits », *Droit Social*, n° 6, pp. 569-576.

Gittell J.H., Von Nordenflicht A. et Kochan T.A. (2004), « Mutual Gains or Zero Sum? Labor Relations and Firm Performance in the Airline Industry », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 57, n° 2, pp. 163-179.

Glaeser E.I. et Shleifer A., (2002), « Legal Origins », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n° 4, pp. 1193-1229.

Godard L., (2002), « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », *Revue Sciences de Gestion*, n°33, p.125-148.

Goodijk R., (2000), « Corporate Governance and Workers's Participation », *Corporate Governance*, vol. 8, n° 4, pp. 303-310.

Graham R., Lemmon L. et Wolf G., (2002), « Does corporate diversification destroy value? », *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 695-720.

Greene W.H., (1997), *Econometric analysis*, Prentice-Hall.

Gunderson M., Verma A. et Verma S., (1997), « Impact of Layoff Announcements on the Market Value of the Firm », *Industrial Relations*, vol. 52, n° 2, pp. 364-381.

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, pp. 78-100.

Hamon J., (2001), « La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », *Revue d'Economie Financière*, vol. 63, pp. 175-209.

Harbula P., (2004), « Gouvernement d'entreprise Structure actionnariale et création de valeur », *Revue Echanges*, n° 211.

Hart O., (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford.

Hermalin B. et Weisbach M., (1991), « The effects of Board composition and direct incentives on firm performance », *Financial Management Association*, vol. 04, n° 20, pp. 101-112.

- Hervé A. et Paquerot P., (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, pp. 05-29.
- Hill C.W.L. et Jones T.H., (1992), « Stakeholder-Agency Theory », *Journal of management Studies*, vol. 29, n° 2, pp. 131-153.
- Hirigoyen G., (1997), « Salariés-actionnaires : Le capital sans le pouvoir ? », *Gestion et Organisation*, n° 5, Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse, pp. 377-399.
- Hirigoyen G., (1997), « Stratégie et finance : approche par la création de valeur », *Encyclopédie de Gestion*, 2ème édition, Economica, Paris.
- Ho S. et Wong K., (2001), « A study of the relationship between Corporate Governance structures and the extent of voluntary disclosure », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 15, n° 2, pp. 226-248.
- Hollandts X. et Guedri Z., (2008), « les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise de l'entreprise », *Revue Française de Gestion*, vol. 3, n° 183, pp. 35-50.
- Hubler J. et Schmidt G., (1996), « L'effet des annonces de décisions de GRH sur les cours boursiers des entreprises françaises. Application d'une méthodologie d'études d'événements », Actes des 12ème journées nationales des IAE, pp. 448-467.
- Hubler J., Meschi P.X. et Schmidt G., (2004), « Annonces de suppressions d'emplois et valeur boursière de l'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 4, pp. 107 -142.
- Huselid M.A., (1995), « The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance », *Academy of Management Journal*, vol. 38, n° 3, pp. 635-672.
- Idi Cheffou A., (2007), « Les déterminants d'octroi des stock-options aux dirigeants, la relation entre ce mode de rémunération et la performance de l'entreprise : le cas des entreprises françaises cotées ». *Thèse de doctorat en Sciences de Gestion à l'Université de Paris-Dauphine*.
- Idi Cheffou A., (2009), « Les stock-options en faveur des dirigeants : déterminants d'octroi et impact sur la performance des entreprises, le cas français », *La Revue du Financier*, n° 178-179.
- Jarrell S. et Stanley T.D., (1990), « A Meta-Analysis of the Union-Nonunion Wage Gap », *Industrial and Labor Relation Review*, vol. 44, pp. 54-67.
- Jensen M. et Meckling W., (1976), « Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- Jensen M., (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *The American Economic Review*, vol. 76, n° 2, pp. 323-329.
- Jensen M., (1990), « Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires », *Harvard l'Expansion*, pp. 60-72.
- Jensen M., (1993), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control

systems », *Journal of Finance*, vol. 48, pp.4-23.

Jensen M.C., (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economics Review*, vol. 76, n° 2, pp. 323-329.

John K.J. et Williams J., (1985), « Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium », *The Journal of Finance*, vol. 40, n° 4, pp. 1053-1070.

Kalra R., Henderson G.V. et Walker M.C., (1994), « Share Price Reaction to Plant-Closing Announcements », *Journal of Economics and Business*, vol. 46, pp. 381-395.

Kaplan S. et Reishus D., (1990), « Outside directorships and corporate performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 389-410.

Khouatra D., (2005), « Gouvernance d'entreprise et création de valeur partenariale », 16^e Conférence de l'AGRH, Paris Dauphine, 15 et 16 septembre.

Kiel G.C. et Nicholson G.J., (2003), « Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance », *Corporate Governance*, vol. 11, n° 3, pp. 189-205.

Kini O., W. Kracaw et S. Mian, (1995), « Corporate takeovers, firm performance, and board composition », *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, n° 3-4, pp.383-412.

Kruze D., (1992), « Profit sharing and productivity: Microeconomic evidence from the United States », *The Economic Journal*, vol. 102, n° 410, pp. 24-36.

La Porta R. et Lopez-De-Silanes F., (1998), « Capital markets and legal institutions », in Burki, Shadid and Perry, Guillermo, editors, *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*, World Bank.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A., (1999), « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, pp. 471-517.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, pp. 1113-1155.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., (1999), « The quality of government », *Journal of law, Economics and Organization*, vol. 15, n° 1, pp. 222-279.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., (1997), « Legal determinants of external finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, pp. 1131-1150.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., (2000), « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 03-27.

Laroche P. et Schmidt G., (2004), « La méta-analyse en sciences de gestion : utilités, utilisations et débats », *Academy of Management, Division «Research Methods », Crossing Frontiers in Quantitative and Qualitative Research Methods*, ISEOR, Lyon, 18-20 Mars.

Laroche P., (2002), « L'influence des organisations syndicales de salariés sur la performance économique et financière des entreprises : proposition et test d'un modèle explicatif dans le contexte français », *Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Nancy 2*.

Laroche P., (2004), « Présence syndicale et performance financière des entreprises françaises : existe-t-il un lien ? », *Gestion 2000*, n° 3, pp. 147-166.

Laroche P., (2006), « Syndicalisation et performances des entreprises : une synthèse de la littérature économique récente », *Encyclopédie des ressources humaines*, pp. 1306-1317.

Layard R., Nickell S. et Jackman R., (1991), *Unemployment. Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press: Oxford.

Lee P.M., (1997), « A comparative analysis of layoff announcements and stock price reactions in the United States and Japan », *Strategic management journal*, vol. 18, n° 11, pp. 879-894.

Lépineux F., (2003), « Dans quelle mesure une entreprise peut-elle être responsable à l'égard de la cohésion sociale ? », *Thèse de doctorat, C.N.A.M., paris*.

Levine R., (1998), « The Legal Environment, Bank, and Long-Run Economic Growth », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 03, pp. 596-613.

Levine R., (2002), « Bank-Based or Market-Based Financial systems: Which is better? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, n° 4, pp. 398-428.

Lewis H.G., (1986), *Union Relative Wage Effects: A Survey*, University of Chicago Press, Chicago, IL, USA

Lipton M. et Lorsch J., (1992), « A modest proposal for improved corporate governance », *Business Lawyer*, vol. 48, pp. 59-77.

Löf H. et Heshmati A., (2004), « Sources of finance, R&D investment and productivity: Correlation or causality? » *CESIS working paper* n° 6.

Louart P., (1992), « Participation aux résultats : les véritables enjeux », *Revue Française de Gestion*, n° 88, pp. 95-104.

Louvet P. et Taramasco O., (2004) « Gouvernement d'entreprise : un modèle de répartition de la valeur créée entre dirigeant et actionnaire », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 1, pp. 81-116.

Machin S.J., (1991), « Unions and the Capture of Economic Rents: An Investigation Using British Firm-Level Data », *International Journal of Industrial Organization*, n° 9, pp. 261-274.

Martory B. et Crozet D., (1984), *Gestion des ressources humaines*, Paris, Nathan.

Matsa D.A., (2006), « Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, pp. 297-355.

Mayer C., (1996), « Gouvernement d'entreprise, concurrence et performance », *Revue*

Economique, n° 27, pp. 17-21.

Mehran H., (1995), « Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, pp. 163-184.

Mercadal B., (2001), « Common law et civil law, droit coutumier anglo-saxon versus droit écrit romano germanique », *Revue Française de Compatibilité*, n° 331, pp. 34-37.

Mercier S., Bonnafous M., Martinet A. et Mesure H., (2006), « La théorie des parties prenantes : une synthèse de la littérature », in *Décider avec les parties prenantes*, La Découverte, Paris.

Meschi P., (1997), « Réussir la transformation de l'entreprise par la downsizing : le facteur humain est décisif », *Gestion 2000*, vol. 13, n° 3, pp. 45-60.

Metcalf D., (2003), « Unions and Productivity, Financial Performance and Investment: International Evidence », in J. Addison et C. Schnabel (Eds), *International Handbook of Trade Unions*, Edward Elgar.

Mezghanni B., (2009), « investissement en recherche et développement de l'entreprise : l'effet modérateur de la gouvernance d'entreprise », 30^{ème} congrès de l'Association Francophone de Comptabilité Strasbourg mai 2009.

Mihoubi F., (1999), « Partage de la valeur ajoutée en France et en Allemagne », *Banque de France. Notes d'Etudes et de Recherche*, n° 64.

Miller M.H. et Rock K., (1985), « Dividend Policy under Asymmetric Information ». *The Journal of Finance*, vol. 40, n° 4, pp. 1031-1052.

Mitchell R., Donnell O. et Ramsay I., (2005), « Shareholder Value and Employee Interests: Intersections Between Corporate Governance, Corporate Law and Labour Law », *Legal Studies Research Paper*, n° 128.

Mitchell R.K., Agle B.R. et Wood D.J., (1997), « Toward a Theory of stakeholder Identification and Saliency: defining the principle of Who and What Really Counts », *Academy of Management Review*, vol. 22, n° 4, pp. 853-886.

Modigliani F. et Perotti E., (2000), « Security market vs. bank finance: legal enforcement and investors protection », *International Review of Finance*, vol. 01, n° 2, pp. 81-96.

Montagne S. et Sauviat C., (2001), « L'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises », *Documents d'études*, n° 42.

Morck R., Schleifer A. et Vishny R.W., (1988), « Board ownership and market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.

Morin F. et Rigamonti E., (2002), « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 153-181.

Morvan I., (2001), « Syndicats et performance financière des entreprises : le cas des équipementiers automobiles français », *Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Lille 1*.

Moussu C., (2000), « Endettement, accords implicites et capital organisationnel : vers une théorie organisationnelle de la structure financière », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, pp. 167-196.

Mtanios R. et Paquerot M., (1999), « Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur 1 marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 4, pp. 157-179.

Nekhili M., (1994), « Structure financière de la firme et intermédiation financière », *Thèse en vue de l'obtention du Doctorat en sciences de Gestion à l'université de Bourgogne*.

Nekhili M., (1998), « Le mode de gouvernement des entreprises japonaises : un modèle à suivre ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, pp. 63-82.

Nekhili M., Siala W.A. et Chebbi Nekhili D., (2009), « Free cash flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, pp. 5-31.

Ngobo P. et Capiez A., (2006), « Stratégie d'innovation et structure du capital : le rôle modérateur des différences institutionnelles nationales », *Capital immatériel et performance de l'entreprise*, Montchrestien.

Norazlan A., Fauzias M. et Mohd H., (2010), « The effects of ownership structure on asset restructuring performance », *American Journal of Finance and Accounting*, vol. 02, n° 1, pp. 75-93.

Omri A. et Mehri B., (2003), « Conseil d'administration et performance des entreprises tunisiennes » *African Administrative Studies*, vol. 60, pp. 95-111.

Pagano M. et Volpin P., (2005), « Managers, workers, and corporate control ». *Journal of Finance*, vol. 60, n° 2, pp. 841-868.

Palia D., (2001), « The endogeneity of Managerial compensation in Firm Valuation: A Solution », *The Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 3, pp. 735-764.

Palmon O., Sun H.L. et Tang A.P., (1997), « Layoff Announcements: Stock Market Impact and Financial Performance », *Financial Management*, vol. 26, n° 3, pp. 54-68.

Pariété S., Ducassy I. et Martinez I., (2003), « Taille et Création de Valeur : une Etude Empirique sur des Groupes Français », *Revue Science de Gestion*, n° 36.

Pearce J.A. et Zahra S.A., (1992), « Board composition from a strategic contingency perspective », *Journal of Management studies*, vol. 29, n° 4, pp. 411-438.

Pendleton A., Poutsma E., Van Ommeren J. et Brewster C., (2002), « Employee Share Ownership and Profit-Sharing in the European Union: incidence, company characteristics and union representation », *Transfer*, vol. 8, n°1, pp. 47- 62.

Pichard-Stamford J.P., (2000), « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 4, pp. 143-178.

Pindado J. et De la Torre C., (2005), « A Complementary Approach to the Financial and Strategy Views of Capital Structure: Theory and Evidence from the Ownership Structure », *SSRN Working paper*.

Pistor K., Raiser M. et Gelfer S., (2000), « Law and finance in transition economies », *Economics of Transition*, vol. 8, pp. 325-368.

Ploix H., (1997), *Gouvernement d'entreprise : Dimension juridique, méthode, responsabilités*, Paris : Montchrestien, pp. 13-17.

Ponsard J., Plihond D. et Zarlowski P., (2001) « Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence », *Revue d'Economie Financière*, n° 63, pp. 35-51.

Porter M.E., (1985), *Competitive Advantage*, New York, The Free Press, traduction française, *L'avantage concurrentiel* (1986), Paris, InterÉditions.

Pouder R., Cantrell R.S. et Kulkarni S.P., (1999), « The influence of corporate governance on investor reactions to layoff announcements », *Journal of Managerial Issues*, n° 4, pp. 475-492.

Poulain-Rehm T., (2000), « Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative », *Thèse de doctorat, Université de Bordeaux IV*.

Poulain-Rehm T., (2007), « Gouvernance d'entreprise et actionnariat des salariés : une approche conceptuelle », rattaché au dossier de *la Revue du Financier*.

Poulain-Rehm T., (2007), « L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? », *Banque et marchés*, n° 88, pp. 25-35.

Prigent C., (1999), « La part des salaires dans la valeur ajoutée en France : une approche macroéconomique », *Economie et Statistiques*, n° 323, pp. 73-94.

Prowse S.D., (1995), « Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate control mechanism among large firms in the US, UK, Japon and Germany », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 4, n° 1, pp. 1- 63.

Pugh W.N., Oswald S.L. et Jahera J.S., (2000), « The effects of ESOP Adoptions on Corporate Performance: Are there Really Performance Changes? », *Managerial and Decision Economics*, vol. 21, pp. 167-180.

Rachdi H. et El Gaied M., (2009), « L'impact de l'indépendance et de la dualité du conseil d'administration sur la performance des entreprises : application au contexte américain », *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*, n° 3, pp. 01-24.

Rajan R. et Zingales L., (1995), « What Do we Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, pp. 1421-1460.

- Rakotosoa A.M.E., (1999), « Les options d'achat d'actions octroyées aux dirigeants d'entreprises canadiennes : la perspective des actionnaires quant à leur évaluation », *Thèse de doctorat, École des HEC (Montréal)*.
- Rebérioux A., (2002), « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme – De la valeur actionnariale à la citoyenneté industrielle », *Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris X Nanterre*.
- Rebérioux A., (2005), « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de la littérature », *Revue économique*, vol. 56, n° 1, pp. 51-75.
- Roe J., (2003), « political determinants of corporate governance: political context, corporate impact », *Economics and Business Discussion Paper*, n° 451.
- Roe M., (1994), « Strong Managers, Weak Holders », *The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- Roe M., (2001), « Les conditions politiques au développement de la firme managériale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 1, pp. 123-182.
- Rosenstein S. et Wyatt G., (1990), « Outside directors, board independence and shareholder wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 175-191.
- Ross S., (1977), « The determination of financial structure: the incentive signaling approach », *Bell Journal of Economics*, vol. 3, pp. 379-402.
- Ruback R. et Zimmerman M., (1984), « Unionization and Profitability: Evidence From the Capital Market », *Journal of Political Economy*, vol. 92, pp. 1131-1157.
- S.A. et Pearce J.A., (1992), « Board composition from a strategic contingency perspective », *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 4, pp. 411-438.
- Schmidt R.H., Hackethal A. et Tyrell M., (2001), « The Convergence of Financial Systems in Europe », *Working Paper Series: Finance and Accounting*, n° 75.
- Sentis P., (1995), « L'influence des opérations de désinvestissement des entreprises sur la richesse des actionnaires. Aspects théoriques et empiriques », *Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Montpellier*.
- Sentis P., (1998), « Les réductions d'effectifs créent-elles de la valeur ? », dans 14ème Journées Nationales des IAE, Nantes, tome 1, pp. 175-196.
- Sentis P., (1998), « Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, pp. 115-150.
- Séverin E. et Dhennin S., (2003), « Structure du capital et mesures de restructuration », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 1, pp. 155-186.
- Séverin E. et Scoyez S., (2006), « Réductions d'effectifs et création de valeur : le cas Vivarte », *Revue des Sciences de Gestion*, vol. 41, n° 217, pp. 41-57.
- Sevestre P., (2002), *Econométrie des données de panel*, édition Dunod.

- Shekhar C. et Torbey V., (2005), « Takeovers, ownership, and shareholder wealth: The Australian evidence », *Review of Accounting and Finance*, vol. 4, n° 3, pp. 101-120.
- Shleifer A. et Vishny R., (1986), « Large shareholders and corporate control », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 99, pp. 1829-1853.
- Shleifer A. et Vishny R., (1997), « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, pp. 737-784.
- Shleifer A. et Wolfenzon D., (2002), « Investor protection and equity markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 4-6, pp. 737-783.
- Simerly, Roy L. et Mingfang L., (2000), « Market Dynamism, Capital structure and performance: A theoretical integration and an empirical test », *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 31-49.
- Sougiannis T., (1994), « The accounting based valuation of corporate R&D », *The Accounting Review*, vol. 69, n° 1, pp. 44-68.
- Spivey M.F., Blackwell D.W. et Wayne M.M., (1994), « Advance notice of plant closing and firm value », *Journal of Business Research*, vol. 31, pp. 49-53.
- Stewart G., (1994), « EVA: fact and fantasy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, pp. 71-84.
- Stiglitz J., (1986), « Credit markets and the control of capital », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, pp. 133-152.
- Supiot A., (1993), « Le travail, liberté partagée », *Droit Social*, p. 715.
- Tahir N., (2004), « La formation : une des stratégies dans le processus de création de valeur », *Revue européenne Formation professionnelle*, n° 31, pp. 3-11.
- Takeda M. et Turner P., (1992), « The liberalisation of Japan's financial markets: some major themes », *BIS Economic Paper*, n° 34.
- Teysié B., (1997), « les licenciements pour motifs économiques », Paris.
- Timbeau X., (2002), « Le partage de la valeur ajoutée en France », *Revue de l'OFCE*, vol. 1, n° 80, pp. 63-85.
- 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, pp. 107-135.
- Trebucq S., (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : un outil de création de valeur ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 4, pp. 107-135.
- Ursel N. et Armstrong S.M., (1995), « The impact of layoff announcements on shareholders », *Industrial Relations*, vol. 50, n° 3, pp. 636-645.
- Walsh J.P. et Seward J.K., (1990), « On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms », *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, pp. 421- 458.

- Weisbach M., (1988), « Outside directors and CEO turnover », *journal of financial Economics*, vol. 20, pp. 431-460.
- Weitzman A. et Kruse D., (1990), « Profit sharing and productivity », in A. Blinder (Ed), *Paying for productivity: a look at the evidence*, Washington D.C., Brookings Institute, cités par, D'Arcimoles et Brillet, 2000.
- Williamson J.B., (1938), *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge, Massachussets.
- Williamson O. E., (1994), *Les institutions de l'économie*, Paris : Inter édition.
- Worrell D.L., Davidson W.N. et Sharma V.M., (1991), « Layoff announcements and stockholder wealth », *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 3, pp. 662-678.
- Yermack D., (1996), « Higher market valuation of companies with a small board of directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, pp. 185-211.
- Yoshimori M., (1995), *Corporate governance in Japan*, German Institute of Japanese Studies.
- Yoshimori M., (1995), *Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West*, Long Range Planning, vol. 28.
- Zahra S.A. et Pearce J.A., (1989), « Board of directors and corporate financial performance », *Journal of Management*, vol. 15, n° 2, pp. 291-334.
- Zahra S.A. et Pearce J.A., (1991), « The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance », *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 135-153.
- Zellner A., (1962), « An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias », *J. Am. Stat. Assoc*, vol. 57, pp. 348-368.

Liste des Tableaux

Tableau 1 : Les différents mécanismes de contrôle	27
Tableau 2 : Le développement des rapports en Europe	30
Tableau 3 : Les classements qualitatifs des traditions juridiques	44
Tableau 4 : Les droits des actionnaires selon le système juridique	46
Tableau 5 : Degré d'application de la loi.....	47
Tableau 6 : Protection des investisseurs	47
Tableau 7 : Importance du financement par le marché.....	51
Tableau 8 : Exemple des attentes des parties prenantes	62
Tableau 9 : Taux de syndicalisation dans différents pays en 2007.....	74
Tableau 10 : Principales études menées sur le lien entre la présence syndicale et la performance financière des firmes.....	79
Tableau 11 : Résultats des études sur les liens entre les POA et la performance financière de l'entreprise	89
Tableau 12 : Evolution de l'actionnariat des salariés en France.....	92
Tableau 13 : Études sur le lien entre les pratiques de ressources humaines et la performance de l'entreprise	105
Tableau 14 : Distribution de la part des salaires dans la valeur ajoutée	120
Tableau 15 : Part de la rémunération dans la valeur ajoutée selon le secteur.....	120
Tableau 16 : Comparaison internationale - Part de la rémunération des salariés dans la valeur ajoutée des sociétés non financières	122
Tableau 17 : Comparaison internationale des licenciements des salariés.....	130

Tableau 18 : Performance comptable et financière des entreprises versus Suppression d'emplois : 14 études avec 18 grandeurs d'effet calculées.....	134
Tableau 19 : Les droits accordés aux salariés, performance des firmes et richesse des actionnaires	139
Tableau 20 : Définitions et mesures des différentes variables.....	171
Tableau 21 : Récapitulatif des hypothèses à tester et des relations théoriques attendues.....	189
Tableau 22 : Statistiques descriptives de la part de valeur ajoutée allouée aux parties prenantes	194
Tableau 23 : Statistiques descriptives des répartitions de la valeur ajoutée, les caractéristiques de propriété et de contrôle, de gouvernance et valeur de marché des firmes de l'échantillon	195
Tableau 24 : Statistiques descriptives des différentes variables selon la structure de propriété	199
Tableau 25 : Matrice de corrélation	203
Tableau 26 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) concernant la part de richesse allouée aux actionnaires (nombre d'observation=510).....	204
Tableau 27 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) concernant la part de richesse allouée aux salariés (nombre d'observation = 510)	208
Tableau 28 : Résultats du modèle d'équations multiples (méthode SUR)	213
Tableau 29 : Synthèse des déterminants des résultats	214
Tableau 30 : Résultats de la régression multiple sur deux sous échantillons répartis selon la variable structure de propriété	216
Tableau 31 : Résultats de la régression multiple sur deux sous échantillons répartis selon la variable taille du conseil d'administration.....	219
Tableau 32 : Résultats de la régression multiple sur deux sous échantillons répartis selon la variable administrateurs externes.....	221

Tableau 33 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) avec modification de la mesure de la présence syndicale.....	222
Tableau 34 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) avec modification de la mesure de la taille.....	223
Tableau 35 : Résultats du système d'équations multiples (méthode SUR) avec le secteur d'activité	224
Tableau 36 : Résultats du système d'équations simultanées (méthode 3SLS)	226

Liste des Figures

Figure 1 : Relation entre AS et Attitudes/Comportements	96
Figure 2 : Répartition de la valeur ajoutée	156

Liste des annexes

Annexe 1: Convergence et disparités du secteur bancaire et financier en Allemagne, France et Royaume Uni	269
Annexe 2 : Définition des stakeholders	270
Annexe 3 : Nombre de membres du conseil d'établissement / effectif de l'établissement en Allemagne	271
Annexe 4 : Adoption des POA et objectifs des entreprises	272
Annexe 5 : Liste des entreprises de l'échantillon	273
Annexe 6 : Exemples des accords conclus entre les entreprises et les syndicats	274
Annexe 7 : Définitions et mesures des variables	276
Annexe 8 : Résultat du modèle SUR	278
Annexe 9 : Résultat du modèle SUR avec une structure d'actionnariat dispersée	279
Annexe 10 : Résultat du modèle SUR avec une structure d'actionnariat concentrée.....	280
Annexe 11 : Résultat du modèle SUR avec la présence syndicale mesurée par le nombre d'accords conclus avec les syndicats	281
Annexe 12 : Résultat du modèle SUR avec LNTACTIF une variable de contrôle	282
Annexe 13 : Résultat du modèle SUR avec le secteur d'activité (industrie) une variable de contrôle	283
Annexe14: Résultat du système à équations simultanées	284

Annexe 1: Convergence et disparités du secteur bancaire et financier en Allemagne, France et Royaume Uni

Système financier germanique	Système financier britannique	Système financier français
Secteur financier		
1. Les banques, surtout universelles, dominent le secteur financier. Les institutions non financières et en particulier les fonds de pension jouent un rôle mineur.	1. Les établissements non bancaires (unit trusts et pension funds) dominent le secteur financier. Le marché boursier est très développé. Ces mêmes établissements assurent directement ou indirectement majoritairement l'accumulation du capital.	1. Jusqu'à une vingtaine d'années le système financier était dominé par l'Etat. Le secteur bancaire était très fragmenté.
2. Les marchés financiers sont relativement peu développés en comparaison avec les autres pays industrialisés. L'accumulation d'actifs des ménages prend la forme d'investissement offert par les banques et/ou assurances		2. Avec la désintermédiation les intermédiaires non financiers et le marché du capital ont gagné en importance en tant que source de financement.
Mode de financement		
3. Le financement externe des petites et moyennes entreprises est largement dominé par des crédits de long terme reposant sur des relations type 'Hausbank'.	2. Le financement externe se fait essentiellement par le marché boursier, directement ou indirectement. Le financement bancaire se situe surtout au niveau du court terme.	3. Les banques ont perdu leur position dominante dans le processus de financement. Les fonds de pension autres institutions non financières jouent un rôle non négligeable.
4. Les fonds propres continuent d'être une source importante de financement interne.	3. Du fait du montant important de liquidité à leur disposition, les fonds de pensions sont une source importante de financement externe pour les entreprises.	
Corporate governance		
5. Les entreprises publiques ne constituent pas la forme dominante. Les entreprises cotées sont caractérisées par un actionariat concentré.	4. Les entreprises type SA ou SARL constituent la forme dominante des corporations.	4. La Corporate governance repose toujours sur un insider system, et sur plus de transparence du fait de l'importance des investisseurs institutionnels.
6. Parallèlement à l'actionariat, d'autres parties prenantes telles que les banques ou les employés sont engagés dans l'exercice du contrôle (insider system).	5. Les entreprises cotées sont en grande partie détenues par des fonds mutuels ou des petits actionnaires.	5. Les relations avec les parties prenantes sont de long terme et basées sur des contrats implicites.
7. Les contrats de long terme engendrent la stabilité. Le contrôle externe (takeover market) est quasi inexistant.	6. Le contrôle s'exerce par les mécanismes de marché (takeover market) et est orienté par la création de valeur pour les actionnaires (outside system).	

Source : Schmidt et al. (2001).

Annexe 2 : Définition des stakeholders

Auteurs	Définition proposée
Stanford Research Institute (1963)	« les groupes sans le support desquels l'organisation cesserait d'exister » (cité par Freeman, 1984 ; p. 31)
Rhenman et Stymne (1965)	« groupe qui dépend de l'entreprise pour réaliser ses buts propres et dont cette dernière dépend pour assurer son existence »
Sturdivant (1979, p. 54)	1 - « individus qui sont affectés par les politiques et pratiques de l'entreprise et qui considèrent avoir un intérêt dans son activité » 2 - « tout groupe dont le comportement collectif peut affecter directement l'avenir de l'organisation, mais qui n'est pas sous le contrôle direct de celle-ci »
Freeman et Reed (1983)	- « groupes qui ont un intérêt dans les actions de l'entreprise » (p. 89) - sens restreint : « groupe ou individu dont l'entreprise dépend pour assurer sa survie » (p. 91) - sens large (p. 91) : voir Freeman, 1984 ; p. 46
Freeman (1984, p. 46)	« individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels »
Hill et Jones (1992, p. 133)	« les participants possédant un droit légitime sur l'entreprise »
Evan et Freeman (1993, p. 392)	« groupes qui ont un intérêt ou un droit sur l'entreprise »
Clarkson (1994)	« encourent un risque en ayant investi une forme de capital, humain ou financier dans une firme » (cité par Mitchell et al., 1997 ; p. 856)
Clarkson (1995, p. 106)	« personnes ou groupes qui ont, ou revendiquent, une part de propriété, des droits ou des intérêts dans l'entreprise et dans ses activités »
Mitchell, Agle et Wood (1997)	« possèdent au moins un de ces trois attributs : le pouvoir, la légitimité et l'urgence »
Charreaux et Desbrières (1998, p. 58)	« agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme »
Kochan et Rubinstein (2000, p. 373)	« apportent des ressources critiques, placent quelque chose de valeur en jeu et ont suffisamment de pouvoir pour affecter la performance de l'entreprise »
Post, Preston et Sachs (2002, p. 8)	« individus et éléments constitutifs qui contribuent de façon volontaire ou non à la capacité de la firme à créer de la valeur et à ses activités et qui en sont les principaux bénéficiaires et/ou en supportent les risques »

Source : Mercier et al. (2006)

Annexe 3 : Nombre de membres du conseil d'établissement / effectif de l'établissement en Allemagne

Effectif de l'établissement	Nombre de membres du conseil d'établissement	
	Total	Affectés à plein temps
de 5 à 20	1	0
de 21 à 50	3	0
de 51 à 150	5	0
de 151 à 300	7	0
de 301 à 600	9	1
de 601 à 1.000	11	2
de 1.001 à 2.000	15	3
de 2.001 à 3.000	19	4
de 3.001 à 4.000	23	5
de 4.001 à 5.000	27	6
de 5.001 à 6.000	29	7
de 6.001 à 7.000	29	8
de 7.001 à 8.000	31	9
de 8.001 à 9.000	31	10
plus de 9.000	31 et 2 membres supplémentaires par tranche de 3.000 salariés	10 et, au-delà de 10.000, 1 membre supplémentaire par tranche de 2.000 salariés

Source : Le SENAT

Annexe 4 : Adoption des POA et objectifs des entreprises

Etude	Objectifs des POA
DARES (Fagnot, 1999)	<ol style="list-style-type: none">1. Motiver et inciter les personnes à améliorer les résultats de l'entreprise2. Attirer et fidéliser les meilleurs éléments3. Récompenser les performances individuelles4. Inciter les personnes à se préoccuper de la performance à long terme de l'entreprise.
Poulain-Rehm (2000)	<ol style="list-style-type: none">1. Fidéliser les cadres à haut potentiel en créant une communauté d'objectifs avec l'entreprise2. Motiver les bénéficiaires à la performance future3. Récompenser les meilleurs éléments4. Défisicaliser les rémunérations différées5. Développer un management axé sur l'EVA (Economic Value Added).

Source : Poulain-Rehm (2000)

Annexe 5 : Liste des entreprises de l'échantillon

ABC ARBITRAGE	FAIVELY	RADIALL
ACCOR	FAURECIA	RALLYE
AFFINE	FIMALAC	REMY COINTREAU
AIR FRANCE	FLEURY MICHON	RENAULT
AIR LIQUIDE	FONCIA	RHODIA
ALCATEL	GAMELOFT	RODRIGUEZ GROUP
ALSTOM	GECINA	RUBIS
ALTEN	GEMPLUS	SAINT GOBAIN
ANOVO	GFI INFORMATIQUE	SANOFI AVENTIS
ANF	GROUPE BOURBON	SCHNEIDER ELECTRIC
ARCELOR	GROUPE CRIT	SEB
AREVA	GROUPE OPEN	SECHE
AUTO ROUTE DE SUD	HAULOTTE GROUP	ENVIRONNEMENT
DE LA France	INTERPARFUM	SILIC
AVENIR TELECOM	JCDECAUX	SOLVING
AUDIKA	JET MULTIMEDIA	SOPRA GROUP
BACCO DALLOUZ	LA FUMA	SPIR COMMUNICATION
BAIL INVESTMENT	LAGARDERE	SR TELEPERFORMANCE
BAIN DE MER	LDC	SUEZ
BIC	LINEDATA	SYLIS
BIOMERIEUX	LISI	SWORD GROUP
BONDUELLE	LVMH	TECHNIP
BOURBON	MANUTAN	TEISSERIE FRANCE
BOUYGUES	MAUREL ET PROM	TF1
BUFFALO GRILL	MEDIDEP	THALES
CAP GEMINI	NEXANS	THERMADOR
CARBONE LORRAINE	NORBET	TOTAL
CARREFOUR	ORPEA	TOUPARGEL
CASINO	OTOR	TRIGANO
CEGID	PCAS	U10
CEREP	PECHINEY	UNIBAIL
CFF	PERNOD RICARD	VALEO
CHARGEUR	PETIT FORSTIER	VALLOUREC
CLARINS	PEUGEOT	VEOLIA
CNIM	PLASTIC OMNIUM	VILMORIN
COMPLETEL	PPR	VINCI
DALLACHAUX	PROSODIE	VIRBAC
DANONE	PROVOMIE	VM MATERIAUX
EADS	PUBLICIS	VRANKEN MONOPOLE
EIFFAGE		
ELIOR		
ESSILOR		
ETAM		
EURAMET		
EUROFIN		
SCIENTIFIQUE		
EVIALIST		
EXEL		

Annexe 6 : Exemples des accords conclus entre les entreprises et les syndicats

Faurecia

La politique contractuelle

La politique de concertation et de négociation continue de se développer dans l'ensemble des filiales et traduit la volonté de l'entreprise de privilégier le dialogue social, notamment au travers d'accords collectifs négociés et conclus avec les partenaires sociaux. Ainsi, l'année 2005 aura été particulièrement riche au niveau contractuel, puisque plus de 130 accords auront été signés dans tout le Groupe, dont plus de 85% en Europe de l'Ouest. 85 accords ont directement concerné la France. Mais de tels accords ont également concerné l'Europe centrale, l'Amérique du Nord et du Sud et également l'Asie. Plus de 50% de ces accords ont porté sur les rémunérations et 20%, sur l'organisation du travail. Les autres thèmes ont été principalement l'emploi, la représentation du personnel et les statuts.

L'évolution des rémunérations et les avantages sociaux

Le Groupe applique la réglementation en vigueur dans chaque pays en termes de salaire minimum. Il existe dans la plupart des pays des négociations qui fixent les augmentations de salaire applicables ainsi que l'évolution d'autres éléments de rémunération ou d'avantages sociaux : plus de 60 accords de ce type ont été conclus dans le Groupe en 2005. Le montant global des rémunérations versées, charges sociales comprises, est resté relativement stable pour l'ensemble du Groupe : 1954,6 millions d'euros en 2005 pour 1 944,5 millions d'euros en 2004. Faurecia a mis en place en 2004 en France un seul Plan d'Épargne Groupe : un peu moins de 10 millions d'euros ont été versés par les salariés au cours de l'année 2005. En matière de retraite complémentaire pour les cadres, un nouveau régime de sur-complémentaire retraite a été défini et a vocation à se mettre en place progressivement dans toutes les sociétés françaises dès 2006.

Saint Gobain

Le Groupe Saint-Gobain est très attaché à la qualité du dialogue social. En effet, l'amélioration de ses performances dans un environnement en perpétuelle mutation le conduit à opérer des adaptations fréquentes et rapides dans l'organisation et les conditions du travail.

Dans chaque zone géographique, les délégations générales coordonnent les relations professionnelles, de façon à prendre en compte les spécificités locales. 82,7% des salariés du Groupe disposent, dans leur société, d'une instance représentative du personnel. Au total, 768 accords ont été signés dans le Groupe en 2002. Ces accords abordent en priorité l'évolution des salaires (35%), l'organisation du travail (24,5%), et dans une moindre mesure, l'emploi (12%), la formation professionnelle (2%) ou d'autres thèmes.

TECHNIP

Au total 46 accords ont été signés avec les partenaires sociaux couvrant la rémunération (43%), les conditions de travail (24%), la diversité et l'égalité des chances, le comité de groupe, la formation et la couverture santé. Les différents documents relatifs aux valeurs du groupe et à leur mise en œuvre ont été diffusés à l'ensemble des salariés du groupe et accompagnent désormais tout nouveau contrat de travail.

VALEO

Valeo développe une politique contractuelle active avec les partenaires sociaux. En 2005, 315 accords ont été conclus (contre 232 en 2004, et 194 en 2003) sur de nombreux sujets et selon des modalités dépendant des lois nationales. Parmi ces accords, 102 (32,4%) ont concerné le temps de travail, 87 (27,6%) les salaires, 34 (10,8%) l'intéressement et la participation, et 27 (8,6%) différentes primes.

VM MATERIAUX

Les relations professionnelles et le bilan des accords collectifs portent sur : La protection sociale, les rémunérations, les heures supplémentaires, la non-discrimination, les indemnités de départ, la mobilité, les promotions, la santé, la sécurité, les conditions de travail, et la négociation annuelle des salaires figurent parmi les nouveaux accords signés dans le Groupe en 2004. Cette étude couvre 100% des entités du Groupe en 2004 et en 2003. 34 accords (soit 23% du total) ont été signés dans les filiales françaises en 2004.

Annexe 7 : Définitions et mesures des variables

Répartition de la valeur ajoutée		
PAA	Part de la valeur ajoutée allouée aux actionnaires	$PAA = \text{Résultat net} / \text{valeur ajoutée}$
PAS	Part de la valeur ajoutée allouée aux salariés	$PAS = \text{charges de personnel} / \text{valeur ajoutée}$
PAC	Part de la valeur ajoutée allouée aux créanciers	$PAC = \text{intérêts et charges assimilées} / \text{valeur ajoutée}$

Droits des actionnaires		
IND17	Indice mesurant le degré de protection des actionnaires minoritaires (La Porta et al.)	$IND17 = \text{somme des droits des actionnaires} / 17$

Conseil d'administration		
TCA	Taille du conseil d'administration	TCA : Nombre des administrateurs qui y siègent au conseil d'administration.
NRCA	Le nombre de réunion du conseil d'administration	NRCA : Le nombre de réunion du conseil d'administration.
ADMEX	Présence des administrateurs externes	ADMEX : Proportion des administrateurs externes indépendants.

Structure de propriété		
DIS	Dispersion de propriété	DIS : Pourcentage du capital détenu par le public.

Politique financière		
END	Endettement	$END = \text{Dettes financières} / \text{Total actif}$

Variables liées à la protection des salariés		
AMPLIC	Ampleur de licenciement économique	$AMPLIC = \text{nombre des salariés licenciés} / \text{effectif total}$
PSFOR	Formation professionnelle	$PSFOR = \text{nombre des salariés formés} / \text{effectif total}$
DEPFOR		DEPFOR = dépenses consacrées à la formation professionnelle / masse salariale
NREPSA	Représentation des salariés	NREPSA : nombre des représentants des salariés
RRPSA		RRPSA : réunion des représentants des salariés.
AS	Actionnariat salariés	As : la part d'actions détenu par les salariés non dirigeants.
PSYND	Pouvoir de négociation des syndicats	PSYND = 1 si l'entreprise conclut au moins un accord avec un syndicat et 0 sinon

Valeur de la firme		
Q de Tobin	Performance	$QT = \text{Capitalisation boursière} + \text{valeur comptable des dettes} / \text{actif total}$

Variables de contrôle		
ROA	Rentabilité économique	ROA : Taux de rentabilité économique = Résultat économique net / Total actif
LNEFFECT	Taille de l'entreprise	LNEFFECT : logarithme népérien du total effectif
LNTACTIF		LNTACTIF : logarithme népérien du total actif
RD	Recherche et développement	RD : dépenses de recherche et développement en pourcentage du chiffre d'affaire.
VARCA	Niveau d'activité	VARCA : variation du chiffre d'affaire = $CA_t - CA_{t-1} / CA_{t-1}$
INDUST	Secteur d'activité	INDUST= 1 si le secteur d'activité est industriel et 0 sinon

Annexe 8 : Résultat du modèle SUR

		Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
PAA							
	AMPLIC	0,9702	0,7375	1,3200	0,1880	-0,4753	2,4157
	DEPFOR	1,9055	0,5624	3,3900	0,0010	0,8032	3,0078
	NREPSA	0,0009	0,0016	0,5400	0,5890	-0,0022	0,0039
	AS	-0,0987	0,7918	-0,1200	0,9010	-1,6506	1,4532
	PSYND	0,0172	0,0626	0,2700	0,7840	-0,1056	0,1399
	IND17	0,0493	0,3065	0,1600	0,8720	-0,5514	0,6501
	TCA	0,0281	0,0077	3,6500	0,0000	0,0130	0,0431
	ADMEX	0,2201	0,1328	1,6600	0,0970	-0,0401	0,4803
	NRCA	0,0077	0,0106	0,7300	0,4660	-0,0131	0,0285
	ROA	1,9909	0,4777	4,1700	0,0000	1,0545	2,9273
	RD	-0,1901	0,6854	-0,2800	0,7810	-1,5335	1,1532
	VARCA	-0,4204	0,0684	-6,1500	0,0000	-0,5545	-0,2864
	END	-0,7143	0,1845	-3,8700	0,0000	-1,0759	-0,3527
	LNEFFECT	-0,0761	0,0173	-4,4000	0,0000	-0,1100	-0,0422
	CONSTANTE	0,4691	0,2064	2,2700	0,0230	0,0645	0,8737
PAS							
	AMPLIC	-3,1543	1,1074	-2,8500	0,0040	-5,3246	-0,9839
	DEPFOR	-2,1038	0,8444	-2,4900	0,0130	-3,7589	-0,4487
	NREPSA	-0,0004	0,0024	-0,1800	0,8600	-0,0050	0,0042
	AS	-0,0541	1,1888	-0,0500	0,9640	-2,3842	2,2760
	PSYND	0,3825	0,0940	4,0700	0,0000	0,1982	0,5668
	IND17	-1,4053	0,4602	-3,0500	0,0020	-2,3072	-0,5033
	TCA	-0,0182	0,0115	-1,5800	0,1140	-0,0409	0,0044
	ADMEX	0,4288	0,1994	2,1500	0,0310	0,0380	0,8195
	NRCA	0,0300	0,0159	1,8800	0,0600	-0,0012	0,0612
	ROA	-0,9187	0,7173	-1,2800	0,2000	-2,3246	0,4872
	RD	1,3680	1,0291	1,3300	0,1840	-0,6489	3,3849
	VARCA	0,0335	0,1027	0,3300	0,7450	-0,1678	0,2347
	END	-0,7643	0,2770	-2,7600	0,0060	-1,3071	-0,2214
	LNEFFECT	0,1654	0,0260	6,3700	0,0000	0,1145	0,2163
	CONSTANTE	0,1402	0,3100	0,4500	0,6510	-0,4673	0,7478

Annexe 9 : Résultat du modèle SUR avec une structure d'actionnariat dispersée

		Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
PAA							
	AMPLIC	1,3144	2,5149	0,5200	0,6010	-3,6147	6,2435
	DEPFOR	1,6609	0,5191	3,2000	0,0010	0,6435	2,6783
	NREPSA	0,0011	0,0019	0,6000	0,5520	-0,0026	0,0049
	AS	-0,5025	1,1927	-0,4200	0,6740	-2,8402	1,8351
	PSYND	0,0613	0,0673	0,9100	0,3620	-0,0706	0,1932
	IND17	0,0858	0,3473	0,2500	0,8050	-0,5948	0,7665
	TCA	0,0413	0,0105	3,9300	0,0000	0,0207	0,0619
	ADMEX	0,2182	0,1481	1,4700	0,1410	-0,0721	0,5084
	NRCA	-0,0019	0,0119	-0,1600	0,8700	-0,0252	0,0213
	ROA	3,0214	0,9972	3,0300	0,0020	1,0670	4,9759
	RD	-0,2728	0,6100	-0,4500	0,6550	-1,4684	0,9228
	VARCA	-0,0291	0,0755	-0,3900	0,7000	-0,1770	0,1188
	END	-0,4475	0,2159	-2,0700	0,0380	-0,8706	-0,0244
	LNEFFECT	-0,0714	0,0198	-3,6000	0,0000	-0,1102	-0,0325
	CONSTANTE	0,1636	0,2387	0,6900	0,4930	-0,3043	0,6316
PAS							
	AMPLIC	-7,5945	5,3776	-1,4100	0,1580	-18,1345	2,9454
	DEPFOR	-1,7691	1,1100	-1,5900	0,1110	-3,9447	0,4064
	NREPSA	-0,0004	0,0041	-0,0900	0,9260	-0,0085	0,0077
	AS	1,6735	2,5504	0,6600	0,5120	-3,3251	6,6722
	PSYND	0,5247	0,1439	3,6500	0,0000	0,2427	0,8068
	IND17	-0,7982	0,7426	-1,0700	0,2820	-2,2536	0,6571
	TCA	-0,0273	0,0225	-1,2100	0,2250	-0,0713	0,0168
	ADMEX	0,4689	0,3167	1,4800	0,1390	-0,1517	1,0895
	NRCA	0,0250	0,0254	0,9800	0,3250	-0,0247	0,0747
	ROA	-5,0271	2,1323	-2,3600	0,0180	-9,2064	-0,8479
	RD	0,2745	1,3044	0,2100	0,8330	-2,2820	2,8311
	VARCA	-0,1140	0,1614	-0,7100	0,4800	-0,4303	0,2022
	END	-1,0495	0,4616	-2,2700	0,0230	-1,9542	-0,1448
	LNEFFECT	0,1424	0,0424	3,3600	0,0010	0,0593	0,2254
	CONSTANTE	0,3430	0,5105	0,6700	0,5020	-0,6576	1,3436

Annexe 10 : Résultat du modèle SUR avec une structure d'actionnariat concentrée

		Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
PAA							
	AMPLIC	1,7644	0,9125	1,9300	0,0530	-0,0240	3,5528
	DEPFOR	1,7514	1,4317	1,2200	0,2210	-1,0547	4,5575
	NREPSA	0,0002	0,0024	0,0900	0,9270	-0,0045	0,0050
	AS	-0,1406	1,0662	-0,1300	0,8950	-2,2302	1,9491
	PSYND	-0,0378	0,1045	-0,3600	0,7170	-0,2426	0,1670
	IND17	0,1333	0,4974	0,2700	0,7890	-0,8416	1,1083
	TCA	0,0233	0,0109	2,1300	0,0330	0,0018	0,0447
	ADMEX	0,3610	0,2473	1,4600	0,1440	-0,1237	0,8458
	NRCA	0,0280	0,0187	1,5000	0,1340	-0,0087	0,0647
	ROA	1,9419	0,6074	3,2000	0,0010	0,7515	3,1324
	RD	0,0435	1,6921	0,0300	0,9800	-3,2729	3,3598
	VARCA	-0,8046	0,1117	-7,2000	0,0000	-1,0237	-0,5856
	END	-0,7485	0,3032	-2,4700	0,0140	-1,3427	-0,1543
	LNEFFECT	-0,1006	0,0314	-3,2000	0,0010	-0,1622	-0,0391
	CONSTANTE	0,5698	0,3724	1,5300	0,1260	-0,1601	1,2997
PAS							
	AMPLIC	-3,5102	1,0548	-3,3300	0,0010	-5,5775	-1,4428
	DEPFOR	-3,3994	1,6550	-2,0500	0,0400	-6,6432	-0,1557
	NREPSA	-0,0007	0,0028	-0,2600	0,7970	-0,0062	0,0048
	AS	-0,5042	1,2324	-0,4100	0,6820	-2,9198	1,9113
	PSYND	0,2625	0,1208	2,1700	0,0300	0,0258	0,4993
	IND17	-1,7849	0,5750	-3,1000	0,0020	-2,9119	-0,6579
	TCA	-0,0185	0,0127	-1,4600	0,1440	-0,0433	0,0063
	ADMEX	0,4773	0,2859	1,6700	0,0950	-0,0830	1,0377
	NRCA	0,0235	0,0216	1,0900	0,2770	-0,0189	0,0659
	ROA	0,1865	0,7021	0,2700	0,7900	-1,1896	1,5627
	RD	4,5398	1,9559	2,3200	0,0200	0,7062	8,3733
	VARCA	0,1254	0,1292	0,9700	0,3320	-0,1278	0,3785
	END	-0,1941	0,3505	-0,5500	0,5800	-0,8810	0,4927
	LNEFFECT	0,1944	0,0363	5,3600	0,0000	0,1232	0,2655
	CONSTANTE	-0,0035	0,4305	-0,0100	0,9940	-0,8473	0,8402

**Annexe 11 : Résultat du modèle SUR avec la présence syndicale mesurée
par le nombre d'accords conclus avec les syndicats**

		Coef.	Std.ERR	z	P>z	[95%	Conf. interval
PAA							
	AMPLIC	1,0036	0,7402	1,3600	0,1750	-0,4472	2,4544
	DEPFOR	1,9006	0,5628	3,3800	0,0010	0,7975	3,0036
	NREPSA	0,0010	0,0016	0,6100	0,5420	-0,0021	0,0041
	AS	-0,1216	0,7909	-0,1500	0,8780	-1,6716	1,4285
	PSYND	-0,0004	0,0012	-0,3600	0,7190	-0,0028	0,0019
	IND17	0,0440	0,3070	0,1400	0,8860	-0,5577	0,6458
	TCA	0,0283	0,0077	3,7000	0,0000	0,0133	0,0433
	ADMEX	0,2306	0,1335	1,7300	0,0840	-0,0311	0,4922
	NRCA	0,0080	0,0106	0,7500	0,4520	-0,0128	0,0288
	ROA	2,0095	0,4787	4,2000	0,0000	1,0713	2,9478
	RD	-0,1568	0,6839	-0,2300	0,8190	-1,4973	1,1837
	VARCA	-0,4222	0,0684	-6,1700	0,0000	-0,5563	-0,2882
	END	-0,7211	0,1836	-3,9300	0,0000	-1,0810	-0,3613
	LNEFFECT	-0,0750	0,0174	-4,3000	0,0000	-0,1092	-0,0408
	CONSTANTE	0,4649	0,2070	2,2500	0,0250	0,0593	0,8705
PAS							
	AMPLIC	-3,1877	1,1252	-2,8300	0,0050	-5,3930	-0,9825
	DEPFOR	-1,8205	0,8554	-2,1300	0,0330	-3,4971	-0,1439
	NREPSA	-0,0006	0,0024	-0,2500	0,8020	-0,0053	0,0041
	AS	-0,2540	1,2021	-0,2100	0,8330	-2,6101	2,1021
	PSYND	0,0036	0,0018	2,0000	0,0460	0,0001	0,0072
	IND17	-1,3161	0,4667	-2,8200	0,0050	-2,2307	-0,4015
	TCA	-0,0139	0,0116	-1,1900	0,2320	-0,0367	0,0089
	ADMEX	0,4511	0,2029	2,2200	0,0260	0,0534	0,8488
	NRCA	0,0299	0,0161	1,8500	0,0640	-0,0018	0,0615
	ROA	-0,9074	0,7276	-1,2500	0,2120	-2,3335	0,5187
	RD	1,6139	1,0396	1,5500	0,1210	-0,4236	3,6515
	VARCA	0,0259	0,1040	0,2500	0,8030	-0,1778	0,2297
	END	-0,8628	0,2791	-3,0900	0,0020	-1,4097	-0,3158
	LNEFFECT	0,1636	0,0265	6,1800	0,0000	0,1117	0,2156
	CONSTANTE	0,2209	0,3146	0,7000	0,4820	-0,3956	0,8375

Annexe 12 : Résultat du modèle SUR avec LNTACTIF une variable de contrôle

		Coef.	Std.ERR	z	P>z	[95%	Conf. interval
PAA							
	AMPLIC	1,0299	0,7514	1,3700	0,1700	-0,4428	2,5027
	DEPFOR	1,7863	0,5840	3,0600	0,0020	0,6417	2,9309
	NREPSA	-0,0006	0,0016	-0,3700	0,7100	-0,0037	0,0025
	AS	-0,4117	0,8049	-0,5100	0,6090	-1,9894	1,1659
	PSYND	0,0037	0,0638	0,0600	0,9540	-0,1213	0,1286
	IND17	-0,0876	0,3121	-0,2800	0,7790	-0,6993	0,5240
	TCA	0,0166	0,0089	1,8700	0,0620	-0,0008	0,0340
	ADMEX	0,0688	0,1400	0,4900	0,6230	-0,2057	0,3432
	NRCA	0,0064	0,0108	0,6000	0,5510	-0,0147	0,0276
	ROA	2,0135	0,4899	4,1100	0,0000	1,0532	2,9737
	RD	-0,2103	0,7011	-0,3000	0,7640	-1,5844	1,1638
	VARCA	-0,3647	0,0693	-5,2600	0,0000	-0,5006	-0,2289
	END	-0,7184	0,1881	-3,8200	0,0000	-1,0869	-0,3498
	LNTACTIF	-0,0055	0,0218	-0,2500	0,8010	-0,0482	0,0372
	CONSTANTE	0,1194	0,2042	0,5800	0,5590	-0,2808	0,5196
PAS							
	AMPLIC	-3,2846	1,1510	-2,8500	0,0040	-5,5404	-1,0288
	DEPFOR	-1,7622	0,8945	-1,9700	0,0490	-3,5154	-0,0089
	NREPSA	0,0029	0,0024	1,2000	0,2290	-0,0018	0,0077
	AS	0,6625	1,2330	0,5400	0,5910	-1,7541	3,0790
	PSYND	0,4132	0,0977	4,2300	0,0000	0,2218	0,6047
	IND17	-1,0857	0,4780	-2,2700	0,0230	-2,0225	-0,1488
	TCA	0,0103	0,0136	0,7600	0,4470	-0,0163	0,0370
	ADMEX	0,7946	0,2145	3,7000	0,0000	0,3742	1,2149
	NRCA	0,0331	0,0166	2,0000	0,0460	0,0006	0,0655
	ROA	-1,0069	0,7504	-1,3400	0,1800	-2,4778	0,4639
	RD	1,3686	1,0739	1,2700	0,2030	-0,7362	3,4734
	VARCA	-0,0958	0,1062	-0,9000	0,3670	-0,3039	0,1123
	END	-0,7517	0,2880	-2,6100	0,0090	-1,3163	-0,1872
	LNTACTIF	-0,0034	0,0334	-0,1000	0,9190	-0,0688	0,0621
	CONSTANTE	0,9483	0,3128	3,0300	0,0020	0,3354	1,5613

**Annexe 13 : Résultat du modèle SUR avec le secteur d'activité (industrie)
une variable de contrôle**

PAA		Coef.	Std.ERR	z	P>z	[95%	Conf. interval
	AMPLIC	0,9823	0,7378	1,3300	0,1830	-0,4638	2,4284
	DEPFOR	1,9314	0,5651	3,4200	0,0010	0,8238	3,0389
	NREPSA	0,0009	0,0016	0,5500	0,5800	-0,0022	0,0040
	AS	-0,1165	0,7926	-0,1500	0,8830	-1,6699	1,4370
	PSYND	0,0132	0,0632	0,2100	0,8350	-0,1107	0,1371
	IND17	0,0803	0,3137	0,2600	0,7980	-0,5346	0,6952
	TCA	0,0283	0,0077	3,6800	0,0000	0,0132	0,0434
	ADMEX	0,2253	0,1332	1,6900	0,0910	-0,0358	0,4865
	NRCA	0,0082	0,0107	0,7700	0,4410	-0,0127	0,0291
	ROA	1,9984	0,4779	4,1800	0,0000	1,0617	2,9351
	RD	-0,1994	0,6855	-0,2900	0,7710	-1,5430	1,1443
	VARCA	-0,4206	0,0684	-6,1500	0,0000	-0,5546	-0,2866
	END	-0,7024	0,1862	-3,7700	0,0000	-1,0674	-0,3374
	LNEFFECT	-0,0772	0,0175	-4,4200	0,0000	-0,1115	-0,0430
	CONSTANTE	0,0304	0,0659	0,4600	0,6450	-0,0988	0,1595
PAS							
	AMPLIC	-3,1045	1,1063	-2,8100	0,0050	-5,2728	-0,9362
	DEPFOR	-1,9974	0,8473	-2,3600	0,0180	-3,6580	-0,3367
	NREPSA	-0,0003	0,0024	-0,1400	0,8860	-0,0050	0,0043
	AS	-0,1272	1,1884	-0,1100	0,9150	-2,4563	2,2020
	PSYND	0,3660	0,0948	3,8600	0,0000	0,1802	0,5518
	IND17	-1,2778	0,4704	-2,7200	0,0070	-2,1997	-0,3559
	TCA	-0,0173	0,0115	-1,5000	0,1350	-0,0399	0,0054
	ADMEX	0,4504	0,1998	2,2500	0,0240	0,0588	0,8419
	NRCA	0,0319	0,0160	2,0000	0,0460	0,0006	0,0632
	ROA	-0,8880	0,7166	-1,2400	0,2150	-2,2925	0,5165
	RD	1,3300	1,0279	1,2900	0,1960	-0,6845	3,3446
	VARCA	0,0328	0,1025	0,3200	0,7490	-0,1681	0,2337
	END	-0,7153	0,2792	-2,5600	0,0100	-1,2626	-0,1680
	LNEFFECT	0,1607	0,0262	6,1400	0,0000	0,1094	0,2120
	CONSTANTE	0,1251	0,0988	1,2700	0,2060	-0,0686	0,3187

Annexe14: Résultat du système à équations simultanées

QT		Coef.	Std.ERR	z	P>z	[95%	Conf. interval
	PAA	-0,317	0,052	-6,070	0,000	-0,420	-0,215
	PAS	-0,198	0,030	-6,510	0,000	-0,258	-0,139
	PAC	1,204	0,176	6,850	0,000	0,859	1,548
	LNEFFECT	0,002	0,009	0,190	0,851	-0,015	0,018
	RD	0,690	0,317	2,180	0,029	0,069	1,311
	VARCA	-0,175	0,037	-4,740	0,000	-0,248	-0,103
	_cons	0,714	0,072	9,960	0,000	0,574	0,855
PAA							
	END	-1,891	0,195	-9,690	0,000	-2,274	-1,508
	DIV	-0,117	0,091	-1,280	0,202	-0,296	0,062
	IND17	0,182	0,199	0,910	0,360	-0,208	0,572
	TCA	0,011	0,006	2,030	0,042	0,000	0,022
	ADMEX	0,141	0,092	1,540	0,123	-0,038	0,320
	NRCA	0,007	0,007	1,060	0,290	-0,006	0,020
	PAS	-0,496	0,090	-5,520	0,000	-0,672	-0,320
	PAC	2,976	0,476	6,250	0,000	2,042	3,909
	ROA	-0,446	0,337	-1,320	0,186	-1,107	0,216
	LNEFFECT	0,035	0,023	1,500	0,135	-0,011	0,080
	RD	1,009	0,743	1,360	0,175	-0,448	2,465
	DIS	-0,392	0,071	-5,550	0,000	-0,530	-0,254
	VARCA	0,330	0,175	1,890	0,059	-0,012	0,673
	_cons	-0,446	0,337	-1,320	0,186	-1,107	0,216
PAS							
	END	-2,920	0,359	-8,130	0,000	-3,624	-2,216
	AMPLIC	-1,761	0,827	-2,130	0,033	-3,382	-0,141
	PSFOR	-0,024	0,107	-0,230	0,820	-0,234	0,186
	DEPFOR	-0,609	0,817	-0,740	0,456	-2,211	0,993
	NREPSA	0,000	0,002	-0,240	0,812	-0,004	0,003
	RREPSA	-0,053	0,075	-0,700	0,483	-0,200	0,094
	AS	0,670	0,797	0,840	0,400	-0,892	2,232
	PSYND	0,121	0,076	1,600	0,111	-0,028	0,269
	PAA	-1,148	0,328	-3,500	0,000	-1,790	-0,505
	PAC	5,429	0,562	9,660	0,000	4,328	6,530
	ROA	-1,991	0,700	-2,840	0,004	-3,363	-0,619
	LNEFFECT	0,126	0,028	4,520	0,000	0,072	0,181
	RD	2,195	1,102	1,990	0,047	0,034	4,356
	VARCA	-0,418	0,171	-2,450	0,014	-0,753	-0,084
	_cons	0,406	0,304	1,340	0,181	-0,189	1,002

Table des matières

INTRODUCTION GENERALE.....	7
PARTIE THEORIQUE : RICHESSE DES ACTIONNAIRES ET DES SALARIES : DETERMINANTS ET CONSEQUENCES.....	20
CHAPITRE 1 : GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE, PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET PERFORMANCE DES FIRMES : COMPARAISON.....	23
INTERNATIONALE.....	23
SECTION 1 : MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES ET PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	26
1.1. <i>Le marché comme mécanisme de contrôle d'entreprise</i>	28
1.2. <i>Rôle des banques dans le contrôle d'entreprise.....</i>	29
SECTION 2 : L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE ET PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	29
2.1. <i>Réformes du gouvernement d'entreprise et protection des minoritaires : une comparaison internationale.....</i>	30
2.2. <i>Rapport OCDE de gouvernement d'entreprise et protection des minoritaires.....</i>	32
2.3. <i>Mécanismes internes de contrôle et protection des actionnaires.....</i>	33
2.3.1. <i>Conseil d'administration, protection des actionnaires et performance des firmes</i>	33
2.3.1.1. <i>Présence des administrateurs externes</i>	35
2.3.1.2. <i>Taille du conseil d'administration.....</i>	37
2.3.2. <i>Structure de propriété, richesse des actionnaires et performance des firmes... 40</i>	
SECTION 3 : SYSTÈME JURIDIQUE, PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET PERFORMANCE DES FIRMES.....	43
3.1. <i>Comparaison des systèmes juridiques : Common Law versus Civil Law</i>	43
3.2. <i>Droits des investisseurs.....</i>	44
3.2.1. <i>Indice de protection des actionnaires minoritaires</i>	44
3.2.1.1. <i>Vote par correspondance autorisé.....</i>	45
3.2.1.2. <i>Dépôt des titres avant le vote à une assemblée générale n'est pas obligatoire</i>	45
3.2.1.3. <i>Vote cumulatif ou représentation proportionnelle des minoritaires au conseil d'administration est permis</i>	45
3.2.1.4. <i>Existence d'un mécanisme de protection des actionnaires contre les dirigeants ou les membres du conseil d'administration.....</i>	45
3.2.1.5. <i>Droit préférentiel de souscription.....</i>	45
3.2.1.6. <i>Pourcentage d'actions requises pour qu'une assemblée générale extraordinaire soit convoquée</i>	46
3.2.2. <i>Comparaison internationale des droits des actionnaires minoritaires</i>	46
3.2.3. <i>Qualité d'application de la loi.....</i>	46
3.3. <i>Prolongement des travaux de La Porta et al.....</i>	48
SECTION 4 : SYSTÈME JURIDIQUE, MARCHÉS FINANCIERS ET RICHESSE DES ACTIONNAIRES	50
4.1. <i>Protection des investisseurs, marchés de capitaux et richesse des actionnaires</i>	50
4.2. <i>Protection des investisseurs et structure d'actionnariat des entreprises</i>	52
4.3. <i>Endettement et richesse des actionnaires.....</i>	52

CHAPITRE 2 : PROTECTION DES SALAIRES ET PERFORMANCE DES FIRMES : ETUDE DANS UN CONTEXTE INTERNATIONAL 57

SECTION 1 : DÉMOCRATIE SOCIALE : SHAREHOLDERS VERSUS STAKEHOLDERS	60
1.1. <i>Sociale démocratie et protection des salariés : Comparaison internationale</i>	60
1.2. <i>Parties prenantes et rapports OCDE sur la protection des salariés</i>	61
1.2.1. <i>Théorie des parties prenantes (SHT)</i>	61
1.2.2. <i>Rapports OCDE et protection des salariés</i>	63
SECTION 2 : PARTICIPATION DES SALARIÉS DANS LA VIE DE L'ENTREPRISE	63
2.1. <i>Participation des salariés à la gestion</i>	65
2.1.1. <i>Participation des salariés à la gestion et performance organisationnelle</i>	65
2.1.2. <i>Participation des salariés à la gestion et répartition de la valeur ajoutée</i>	66
2.1.3. <i>Représentation des salariés en France</i>	66
2.1.3.1. Comité d'entreprise (CE) :	67
2.1.3.2. Délégués du personnel	69
2.1.3.3. Comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail	69
2.1.3.4. Délégués syndicaux	70
2.1.4. <i>Cadre juridique et réglementaire de la participation des salariés à la gestion de l'entreprise : comparaison internationale</i>	70
2.1.4.1. L'Allemagne	70
2.1.4.2. Le Royaume uni	71
2.1.4.3. La Suède	71
2.2. <i>Intervention syndicale</i>	73
2.2.1. <i>Intervention syndicale et son impact sur la performance des firmes</i>	74
2.2.2. <i>Présence syndicale et performance financière</i>	75
2.2.3. <i>Représentation syndicale et performance boursière</i>	77
2.3. <i>Endettement, présence syndicale et gestion des effectifs</i>	81
2.3.1. <i>Endettement et représentation syndicale des salariés</i>	81
2.3.2. <i>Endettement et réduction des effectifs</i>	82
SECTION 3 : PARTICIPATION FINANCIÈRE DES SALARIÉS	84
3.1. <i>Différentes modalités de la participation financière</i>	84
3.2. <i>Participation financière des salariés et performance</i>	85
3.3. <i>Actionnariat des dirigeants et performance financière</i>	87
3.4. <i>Actionnariat des salariés non dirigeants</i>	90
3.4.1. <i>Actionnariat des salariés : Comparaison internationale</i>	92
3.4.1.1. Actionnariat des salariés en France : Le cadre juridique.....	92
3.4.1.2. Actionnariat des salariés aux Etats-Unis	94
3.4.1.3. Actionnariat des salariés au Royaume-Uni	94
3.4.2. <i>Comportements des actionnaires salariés</i>	95
3.4.3. <i>Actionnariat des salariés et performance des entreprises</i>	96
3.4.3.1. Actionnariat des salariés et performance financière.....	97
3.4.3.2. Actionnariat des salariés et performance boursière.....	98
3.4.3.3. Actionnariat des salariés et création de valeur	99

3.5. Formation professionnelle des salariés	101
3.5.1. Formation des salariés en France	101
3.5.2. Formation des salariés et performance des firmes.....	102
CHAPITRE 3 : RELATION ACTIONNAIRES/ SALARIES ET	
TRANSFERT DE RICHESSE.....	107
SECTION 1 : STATUT ACTIONNARIAL ET PARTENARIAL.....	109
1.1. Evolution historique des deux statuts actionnarial et partenarial	109
1.2. Valeur actionnariale versus valeur partenariale	113
1.2.1. Passage de la valeur actionnariale vers la valeur partenariale.....	113
1.2.2. Mesures de la valeur actionnariale	114
1.2.2.1. Economic Value Added » ou EVA	114
1.2.2.2. Méthode de la « Market-Value-Added » ou MVA	115
1.2.2.3. Les exigences spécifiques liées à l'utilisation d'indicateurs de valeur boursière créée.....	116
1.2.2.4. Les exigences spécifiques liées à l'utilisation d'indicateurs de gestion	116
1.2.3. Mesures de la valeur partenariale	117
SECTION 2 : PARTAGE DE LA VALEUR AJOUTÉE : COMPLÉMENTARITÉ OU SUBSTITUABILITÉ.....	119
SECTION 3 : PROTECTION DES SALARIÉS CONTRE LE LICENCIEMENT ÉCONOMIQUE	125
3.1. Licenciement pour motif économique en France	125
3.1.1. Obligation de rechercher des alternatives	126
3.1.2. Obligation de reclassement	127
3.2. Licenciement des salariés : une comparaison internationale	128
SECTION 4 : DESTRUCTION DU RAPPORT SALARIAL ET PERFORMANCE DES FIRMES	131
4.1. Différents concepts de réduction des effectifs	131
4.2. Décisions de licenciement et performance des entreprises	131
4.2.1. Réduction d'effectifs et performances économiques et financières	132
4.2.2. Licenciements des salariés et réaction des marchés financiers.....	135
CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE.....	142
PARTIE EMPIRIQUE : DROITS DES ACTIONNAIRES ET DES	
SALARIES ET REPARTITION DE RICHESSE : APPLICATION AU	
CONTEXTE FRANCAIS	144
CHAPITRE 1 : LA DEMARCHE METHODOLOGIQUE DE LA	
RECHERCHE.....	146
SECTION 1 : OBJECTIFS ET HYPOTHÈSES DE LA RECHERCHE	148
1.1. Rappel des objectifs de la recherche.....	148
1.2. Méthode de recueil des données.....	150
1.2.1. Identification des événements à étudier.....	150
1.2.2. Identification de la période d'étude.....	151
1.2.3. Sélection de l'échantillon d'entreprises.....	152
SECTION 2 : DÉFINITIONS ET MESURES DES VARIABLES	153
2.1. Mesures des variables dépendantes	154

2.1.1. Répartition de la valeur ajoutée	154
2.1.2. Mesures de la performance.....	157
2.2. Mesures des variables explicatives relatives aux salariés	158
2.2.1. Présence syndicale (PSYND).....	158
2.2.2. Représentation des salariés dans l'entreprise (NREPSA).....	159
2.2.3. Formation des salariés (PSFOR, DEPFOR).....	160
2.2.4. Participation des salariés au capital : actionnariat des salariés (AS).....	161
2.2.5. Stabilité de l'emploi : ampleur du licenciement économique (AMPLIC).....	161
2.3. Mesures des variables explicatives relatives aux actionnaires	162
2.3.1. Indice de protection des actionnaires : IND17.....	162
2.3.2. Structure de propriété dispersée : DIS	163
2.3.3. Conseil d'administration.....	164
2.3.3.1. Taille du conseil d'administration : TCA.....	164
2.3.3.2. Indépendance des administrateurs : ADMEX	165
2.3.3.3. Nombre des réunions du conseil : NRCA	165
2.4. Variable d'endettement : END.....	165
2.5. Variables de contrôle	166
2.5.1. Taille de l'entreprise : LNEFFECT	166
2.5.2. Taux de rentabilité économique : ROA.....	167
2.5.3. Opportunités de croissance.....	168
2.5.3.1. Niveau d'activité : VARCA	168
2.5.3.2. Recherche et développement : RD.....	169
2.5.4. Secteur d'activité : INDUST	169
SECTION 3 : MODÈLE D'ANALYSE ET HYPOTHÈSES DU TRAVAIL.....	173
3.1. Modèle d'analyse	173
3.2. Rappel des hypothèses du modèle	176
3.2.1. Hypothèses relatives aux actionnaires.....	176
3.2.2. Hypothèses relatives aux salariés.....	182
3.3. Aperçu synthétique des hypothèses	188
CHAPITRE 2 : RESULTATS DE LA RECHERCHE	191
SECTION 1 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE LA RÉPARTITION DE LA VALEUR AJOUTÉE	193
1.1. Répartition de richesse entre les parties prenantes	193
1.2. Statistiques descriptives des variables de gouvernance, de contrôle et performance des firmes.....	194
SECTION 2 : RÉSULTATS DES TESTS UNIVARIÉS	198
SECTION 3 : RÉSULTATS DES MODÈLES ÉCONOMÉTRIQUES	202
3.1. Matrice de corrélation	202
3.2. Résultats concernant la part de richesse allouée aux actionnaires	204
3.3. Résultats concernant la part de richesse allouée aux salariés.....	208
SECTION 4 : TESTS DE ROBUSTESSE	215

4.1. Analyse de l'effet modérateur des différentes caractéristiques sur la répartition de la valeur ajoutée	215
4.1.1. Analyse de l'effet de la structure de propriété sur la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés	216
4.1.2. Analyse de l'effet de la taille du conseil d'administration sur la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés	219
4.1.3. Analyse de l'effet de l'indépendance des administrateurs sur la répartition de richesse entre les actionnaires et les salariés	220
4.2. Modification des variables	221
4.2.1. Modification de la mesure de la présence syndicale	222
4.2.2. Modification des variables de contrôle	223
4.2.2.1. La taille	223
4.2.2.2. Le secteur d'activité	224
4.3. Modification de la technique économétrique	225
4.3.1. Système d'équations simultanées	225
SECTION 5 : IMPLICATIONS DE GESTION, LIMITES ET VOIES DE RECHERCHE	228
5.1. Implications managériales	228
5.2. Limites de la recherche	228
5.3. Voies de recherche futures	228
CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE	233
CONCLUSION GENERALE	234
BIBLIOGRAPHIE	246
LISTE DES TABLEAUX	264
LISTE DES FIGURES	267
LISTE DES ANNEXES	268
TABLE DES MATIÈRES	285