

# **La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil**

## **d'administration : enjeux et conditions d'efficacité**

Xavier Hollandts<sup>1</sup>, Professeur assistant, ECE Lyon/INSEEC

[xhollandts@groupeinseec.com](mailto:xhollandts@groupeinseec.com)

Nicolas Aubert<sup>1</sup>, Professeur assistant, ECE Lyon/INSEEC

[naubert@groupeinseec.com](mailto:naubert@groupeinseec.com)

Aurélien Eminent, Doctorant-chercheur, IFGE/EM Lyon

[eminet@em-lyon.com](mailto:eminet@em-lyon.com)

---

<sup>1</sup> Cet article de recherche est issu d'une collaboration scientifique associant le Laboratoire de Recherche INSEEC à l'Institut Français de Gouvernement des Entreprises (IFGE/EM Lyon.) Les deux premiers auteurs sont également chercheurs associés à l'IFGE/EM Lyon.

## **Introduction**

L'actionnariat salarié est un phénomène mondial qui connaît désormais un développement sans précédent au point d'apparaître comme un élément majeur du capitalisme actionnarial [Aglietta et Rébérioux 2004]. La diffusion des mécanismes d'actionnariat salarié s'est accélérée au cours des deux dernières décennies en raison notamment de réformes législatives qui ont accéléré son développement [ERISA Act de 1974, Delaware Act de 1988 ; en France : lois de privatisation de 1986, loi Fabius de 2001, loi Fillon de 2003, loi sur la participation et l'actionnariat salarié de 2006]. Aux Etats-Unis, près d'un salarié sur quatre est aussi actionnaire salarié [NCEO 2006]. En France, cette proportion s'établit à environ un salarié sur dix [source : calculs des auteurs d'après les données FAS]. L'actionnariat salarié est en progression constante en France, puisqu'on dénombrait 700 000 actionnaires salariés en 1998 contre près de 3 millions en 2006 [FAS 1998-2006].

L'actionnariat salarié a comme particularité de recevoir un soutien unanime tant du côté des gouvernements successifs que des états-majors des entreprises privées. Pour les premiers, l'actionnariat salarié a comme avantage principal de soulager les systèmes publics de financement des retraites en transférant une partie de la charge sur la capitalisation individuelle des salariés. Pour les entreprises privées, l'actionnariat salarié offre des avantages indéniables en fidélisant et motivant les salariés tout en offrant l'avantage de mieux stabiliser le capital et de limiter l'impact des variations boursières sur la prise de décision stratégique. Dans ce contexte, les salariés constituent désormais des actionnaires de référence dans le capital des entreprises. Récemment, deux lois sont venues consacrer la montée en puissance des actionnaires salariés en leur garantissant désormais au moins un poste d'administrateur (ou de membre de conseil de surveillance). Actuellement, 8% (21/250) des entreprises composant le SBF 250 comptent au moins un administrateur représentant les actionnaires salariés. Cette proportion devrait sensiblement augmenter puisqu'en vertu de l'article 32 de la

loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006, les sociétés cotées ayant un actionnariat salarié supérieur à 3% du capital doivent obligatoirement faire élire un administrateur représentant les actionnaires salariés. En plus des 21 entreprises mentionnées, 20 entreprises appartenant au SBF 250 se trouvent dans ce cas de figure fin 2006, ce qui porterait à 41 le nombre d'entreprises du SBF 250 (soit 16%) dans lesquelles les actionnaires salariés seraient représentés au conseil d'administration ou de surveillance.

Historiquement, le régime de participation des salariés au gouvernement d'entreprise fait coexister deux types de représentation. Dans les entreprises où l'Etat est ou était présent au capital, plusieurs dispositions législatives imposent la présence d'administrateurs salariés, qui sont toujours des syndicalistes<sup>2</sup>. Désormais, en vertu de la loi du 30 décembre 2006, les conseils d'administration ou de surveillance se verront dans l'obligation d'accueillir des administrateurs, non syndicalistes, chargés de représenter les actionnaires salariés.

Dans ce contexte de montée en puissance de l'actionnariat salarié, on peut s'interroger sur les conséquences de cette reconfiguration du gouvernement d'entreprise des principales sociétés cotées qui se traduira prochainement par un doublement du nombre d'entreprises concernées. L'actionnariat salarié a un impact direct sur la relation canonique du gouvernement d'entreprise, qui met aux prises les actionnaires et les dirigeants. Nous montrerons que l'actionnariat salarié peut moduler la relation d'agence existant entre actionnaires et dirigeants, qui se cristallise dans le fonctionnement de la structure de gouvernement. Cet article contribue à mieux comprendre en quoi la représentation des actionnaires salariés peut avoir un impact sur le gouvernement d'entreprise et notamment sur sa fonction primaire de contrôle (fonction « disciplinaire » au sens de Charreaux [1997]). Dans cette optique, nous

---

<sup>2</sup> La loi 1983-675 du 26 juillet 1983 généralise la présence d'administrateurs salariés élus dans les conseils d'administration des entreprises contrôlées majoritairement par la puissance publique. Dans les entreprises publiques de 200 à 1000 salariés, deux sièges sont attribués aux représentants élus des salariés tandis que dans celles de plus de 1000 salariés, c'est 1/3 des sièges qui leur est réservé. La loi Giraud de 1994 élargit le CA à deux ou trois membres salariés, ainsi qu'à un représentant des salariés actionnaires lorsque ceux-ci possèdent au moins 5 % du capital de la société.

examinons, dans un premier temps, l'impact de la présence d'un représentant des actionnaires salariés sur l'efficacité du gouvernement de l'entreprise. La présence d'un administrateur représentant les actionnaires salariés améliore-t-elle l'efficacité du gouvernement d'entreprise et notamment sa fonction de contrôle ? Enfin, étant donné que la loi du 30 décembre 2006 impose de fait la présence de représentants des actionnaires salariés, à quelles conditions cette présence peut s'avérer bénéfique pour l'efficacité du gouvernement de l'entreprise ? Dans cet article, nous suggérons que la présence d'un représentant des actionnaires salariés peut être efficace à condition qu'il existe des d'incitations personnelles pour que le représentant les actionnaires salariés exerce efficacement son mandat et que le contexte institutionnel soit favorable à une telle forme de représentation.

Cet article se compose de deux parties. Dans une première section, nous présenterons les arguments susceptibles de justifier la présence de représentants des actionnaires salariés. Cette section nous permettra de mettre en évidence l'impact ambivalent et le rôle équivoque des administrateurs représentant les actionnaires salariés. Dans une seconde section, nous nous demanderons quelles peuvent être les conditions d'efficacité de la représentation des actionnaires salariés. Nous mettrons en évidence le rôle central des incitations personnelles de l'administrateur concerné mais également le rôle non négligeable des variables institutionnelles. Bien qu'énoncés par Desbrières [2002] comme des conditions de l'efficacité du contrôle des actionnaires salariés, ces arguments n'avaient jusqu'alors pas fait l'objet d'approfondissement théorique. L'obligation de la présence d'administrateurs actionnaires salariés imposée par la loi rend un tel approfondissement incontournable.

## **1. La représentation des actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise est-elle souhaitable ?**

La représentation des actionnaires salariés peut paraître souhaitable car elle se justifie au regard du double investissement consenti par les actionnaires salariés. Ce double investissement incite très fortement les représentants des actionnaires salariés à exercer efficacement leur mandat d'administrateur. Cependant, les dirigeants peuvent être tentés de détourner à leur profit les mécanismes d'actionnariat salarié et la représentation qui peut en découler, afin de faciliter leur enracinement.

### **1.1. Les actionnaires salariés sont (doublement) incités à participer de manière efficace au gouvernement d'entreprise**

Les actionnaires salariés représentent une catégorie particulière d'actionnaires. En tant qu'actionnaires, ils sont détenteurs des droits légitimes de contrôle et de créance résiduelle. Ceci les place donc, tout comme les actionnaires externes, dans une position de surplomb dans la hiérarchie contractuelle de l'entreprise [Autenne 2005]. De ce fait, les actionnaires salariés deviennent détenteurs d'un droit de regard, de contrôle et de décision sur l'entreprise qui est à même de fonder un véritable droit naturel au gouvernement d'entreprise.

Cependant, à la différence des actionnaires externes, les actionnaires salariés ont la particularité de réaliser un investissement supplémentaire dans l'entreprise : l'investissement de leur capital humain<sup>3</sup>. En utilisant la même logique que celle qui prévaut pour le capital financier, les salariés assument donc un premier risque, qui est celui de leur investissement en capital humain, avant d'assumer un risque supplémentaire, qui est celui de leur capital

---

<sup>3</sup> Desbrières [2002, p260] rappelle que cette caractéristique seule peut faire d'eux des principaux de la relation d'agence qui les lie à la firme, au motif qu'ils louent leur capital humain.

financier. Ce choix peut paraître curieux, étant donné qu'il ne répond pas aux critères d'optimalité de composition des portefeuilles [Ramaswamy 2003 ; Meulbroek 2005]. Vis-à-vis des autres actionnaires, ils ont une capacité de sortie beaucoup plus faible [Aglietta et Rebérioux 2004], le marché du travail étant moins liquide que le marché financier, et surtout en raison de la faible redéployabilité de leur capital humain [Hansmann 1996 ; Blair 1999]. De ce point de vue, ils encourent un risque supérieur aux actionnaires [Desbrières 2002, p261]. Ainsi, de toutes les parties prenantes, les actionnaires salariés représentent la catégorie qui assume le plus grand risque. Or, la justification de la préséance donnée aux actionnaires « externes » est justement liée au risque assumée par ces derniers [Aglietta et Rebérioux 2004]. Dès lors, si l'on considère que l'argument du risque est celui qui doit être retenu pour fixer une hiérarchie actionnariale de la firme, alors les actionnaires salariés devraient en toute logique occuper le sommet de la hiérarchie et donc bénéficier d'une représentation au sein du gouvernement de l'entreprise.

Le double investissement réalisé par les actionnaires salariés fonde leur utilité à être présent au sein du système de gouvernement [Desbrières 2002]. En participant aux fonctions de ratification et de surveillance [Fama et Jensen 1983], ils sont incités à exercer au mieux leur mandat (contrôler directement les comportements opportunistes des dirigeants) afin de maximiser la valeur totale de leur investissement (salaire + primes + valeur de leur portefeuille investi en actions de la société + dividendes). La présence d'un représentant des actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise est globalement bénéfique pour les dirigeants et les actionnaires puisque les actionnaires salariés sont favorables à la création de valeur actionnariale, car ils y ont directement intérêt. L'actionnariat salarié aide ainsi à opérer l'alignement des intérêts des membres du gouvernement d'entreprise sur l'objectif de création de valeur actionnariale [Pugh et alii 1999 ; Gamble 2000]. De manière générale, les représentants des actionnaires salariés réduisent l'asymétrie informationnelle dont bénéficient

classiquement les dirigeants vis-à-vis des actionnaires externes. Le contrôle et la surveillance des dirigeants par les représentants des actionnaires salariés serait plus efficace si ces derniers ont une proximité physique avec le top management [Gamble 2000]. Avec le soutien des représentants d'actionnaires externes, ils sont susceptibles de « prendre en étau » les dirigeants et de favoriser ainsi un contrôle efficace du comportement et des performances des dirigeants. Cependant, les dirigeants peuvent également tenter de détourner à leur profit les mécanismes d'actionnariat salarié et la représentation qui en découle à leur avantage.

## **1.2. Les risques de la représentation des actionnaires salariés au sein du gouvernement d'entreprise : l'enracinement des dirigeants**

Même si la représentation des actionnaires salariés peut sembler légitime et comporte certains avantages que nous venons de détailler, elle se heurte néanmoins à un risque opportuniste important qui est celui de l'enracinement des dirigeants. Certains auteurs n'ont pas manqué de souligner que l'actionnariat salarié en tant que tel représentait une opportunité supplémentaire d'enracinement pour les dirigeants, qui se trouvait renforcé en cas de représentation des actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise.

La littérature, relève deux grands types de motivations qui poussent les dirigeants à implanter et développer l'actionnariat salarié. Premièrement, les dirigeants peuvent implanter l'actionnariat salarié dans leur entreprise afin de bénéficier de dispositions fiscales avantageuses [Scholes et Wolfson 1990 ; Scholes et alii 2002 ; Autenne 2005]. Les dispositifs fiscaux en vigueur peuvent inciter les dirigeants à privilégier ce type de « rémunération » différée par rapport à des augmentations salariales [de La Bruslerie et Deffains-Crapsky 2003]. Deuxièmement, l'instauration d'un actionnariat salarié, peut permettre aux dirigeants

d'établir un mécanisme défensif leur bénéficiant directement. Dans un article récent, Rauh [2006], montre qu'un objectif évident et immédiat pour instaurer de l'actionnariat salarié est d'ériger des barrières aux prises de contrôle hostiles et donc de mieux protéger les dirigeants des risques d'éviction et de remplacement. Pour certains auteurs [Gordon et Pound 1990 ; Rauh 2006], la plupart des entreprises ayant mis en place des plans d'actionnariat salarié (ESOP) depuis les années 1980 l'ont fait dans le but explicite de mettre en place un mécanisme défensif. De manière générale, l'actionnariat salarié peut être considéré comme une fraction « amicale » de l'actionnariat pour les dirigeants [Chaplinsky et Niehaus 1994]. Cette technique anti-OPA peut d'ailleurs être considérée comme étant plus efficace que d'autres systèmes plus connus tels que les pilules empoisonnées, les parachutes dorés, les recapitalisations, les *Leveraged Buy Out* ou les investissements à long terme [Chaplinsky et Niehaus, 1994]. Park & Song [1995] ont d'ailleurs montré que la fréquence d'utilisation des autres dispositifs anti-OPA diminuait en présence d'un *ESOP*.

Quand l'actionnariat salarié est couplé à une représentation au gouvernement d'entreprise, il offre un levier d'enracinement supplémentaire aux dirigeants [Gordon et Pound 1990 ; Pugh et alii 1999]. Les dirigeants sont souvent accusés d'influencer la nomination des administrateurs pour asseoir leur domination sur le conseil [Mace 1971 ; Kosnik 1987 ; Wade et alii 1990]. Les dirigeants sont alors tentés de nommer des administrateurs qui leurs sont favorables (passifs) [Zajac et Westphal 1996], à l'instar des administrateurs représentant les actionnaires salariés. Les dirigeants sont incités à nommer ce type d'administrateur car ils ont conscience du lien de dépendance hiérarchique existant entre eux et le représentant des actionnaires salariés. D'autre part, « l'alliance naturelle » existant entre salariés et dirigeants [Hellwig 2000] incitent les dirigeants à nouer des contrats implicites avec les actionnaires salariés [Pagano et Volpin 2005] en contrepartie d'un contrôle « amical » des actionnaires

salariés [Gamble 2000]. Les dirigeants ont intérêt à compter des actionnaires salariés au sein du gouvernement d'entreprise afin de sécuriser leur propre position. Les dirigeants sont susceptibles d'envoyer des signaux positifs (sauvegarde de l'emploi, augmentation de salaires) en contrepartie d'un soutien des représentants des actionnaires salariés. En maintenant l'équipe dirigeante en place, les actionnaires salariés s'assurent que les contrats implicites seront bien exécutés. Il y a alors un risque de collusion et de protection mutuelle entre dirigeants et actionnaires salariés. Dès lors, la présence des actionnaires salariés diminue fortement l'efficacité de la fonction de surveillance et d'évaluation dévolue au gouvernement d'entreprise. Ainsi, pour Trébucq [2002, p112], les « actionnaires salariés peuvent être instrumentalisés à leur insu pour faire échec à des prises de contrôle », au nom, notamment, de la sauvegarde de l'emploi. « Assurés de la pérennité de leur poste, en d'autres termes de leur enracinement, les dirigeants peuvent alors céder plus volontiers à des politiques dispendieuses pouvant conduire à une réduction sensible des performances financières » [Trébucq 2002, ibid]. Un article récent de Faleye et alii [2006] met en évidence le « *dark side of employee ownership* » : ils suggèrent qu'il existe un enracinement bilatéral où les actionnaires salariés s'enracinent tout comme les dirigeants, ce qui conduit les entreprises disposant d'un actionnariat salarié significatif à afficher des performances plus faibles.

## **2. La participation des actionnaires salariés au gouvernement de l'entreprise : entre mécanisme interne et mécanisme externe de contrôle**

Le contexte général est largement favorable au développement continu de l'actionnariat salarié, ces mécanismes concernent désormais plus de 3 millions de salariés français. La montée en puissance de l'actionnariat salarié constitue un critère de promotion de la représentation des salariés au gouvernement d'entreprise. De plus en plus d'entreprises sont et seront concernées par l'élection d'un représentant des actionnaires salariés. La reconnaissance par le législateur, par la loi du 30 décembre 2006, de l'obligation de cette représentation va peu à peu reconfigurer la composition et le fonctionnement du gouvernement des entreprises. Par conséquent, il reste à se demander quelles pourront être les conditions qui assureront une représentation *efficace* des actionnaires salariés. Nous suggérons qu'une représentation efficace des actionnaires salariés peut être envisagée comme un mécanisme interne de gouvernance [Williamson 1991]. L'efficacité de la représentation des actionnaires salariés est subordonnée à deux séries de variables. Nous suggérons que l'intensité et l'efficacité du contrôle des représentants des actionnaires salariés dépendent des caractéristiques d'incitations personnelles de l'administrateur mais également de variables contextuelles qui sont susceptibles de moduler l'efficacité de contrôle par les représentants des actionnaires salariés.

### **2.1. Les conditions individuelles de l'efficacité du contrôle des administrateurs actionnaires salariés**

Le problème d'agence central du gouvernement d'entreprise consiste à contrôler le comportement et la performance des dirigeants, dans une perspective de maximisation de la

valeur actionnariale [Charreaux 1997]. Ce problème est résolu par un double mécanisme : des incitations pécuniaires (notamment via les stock-options, [Jensen 1993 ; Conyon et Peck 1998]) et un système de contrôle (par le conseil d'administration [Fama et Jensen 1983 ; Mizruchi 1983; Eisenhardt 1989] et/ou via les menaces de renvoi, voire de prise de contrôle [Pitcher et alii 2000]). Le règlement des conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires s'appuyant principalement sur le contrôle des dirigeants par le conseil d'administration, son efficacité dépend donc de l'alignement des intérêts de ses membres avec ceux des actionnaires [Fama 1980 ; Jensen et Meckling 1976]. Cet alignement intervient essentiellement du fait de la détention d'actions par les administrateurs [Jensen et Warner 1988]. La théorie de l'agence considère que la détention personnelle d'actions par les membres du conseil d'administration renforce la fonction de contrôle du conseil d'administration [Hillman et Dalziel 2003]. Ainsi, l'exposition du patrimoine personnel des administrateurs au risque spécifique de l'entreprise augmente leur incitation à contrôler efficacement [Jensen et Warner, 1988; Kesner, 1987; Kosnik, 1990; Shleifer et Vishny, 1986; Walking et Long, 1984; Walsh et Seward, 1990] et le degré d'exposition des membres du conseil d'administration peut être envisagé comme une mesure de la convergence des intérêts des actionnaires et des administrateurs [Kerr et Bettis, 1987; Singh et Harianto, 1989]. En contrôlant efficacement les dirigeants, les administrateurs actionnaires œuvreraient dans leur propre intérêt, identifié à celui des autres actionnaires [Muckley 1984]. Si ce raisonnement s'avère exact, on devrait observer une meilleure performance de firmes dotées d'administrateurs actionnaires par rapport à celles disposant uniquement d'administrateurs indépendants [Kesner 1987 ; Geneen 1984]. Ces résultats concernant la détention d'actions par les administrateurs nous conduisent à envisager une première condition d'efficacité de la participation au conseil des administrateurs salariés. Leur présence étant acquise au prétexte qu'ils investissent à la fois leur capital humain et financier, ils seraient d'autant plus incités à contrôler efficacement leur dirigeant que le nombre

d'actions qu'ils détiennent personnellement est important [Hillman et Dalziel 2003]. Ainsi, si l'on suit l'argument de Desbrières [1997], le risque supplémentaire induit par l'investissement en actionnariat salarié devrait s'accompagner d'un meilleur contrôle. Alors que le statut d'actionnaire salarié est lié à la détention d'une seule action, nul doute que l'augmentation de la dotation de cette catégorie d'actifs renforce le désir de contrôler efficacement le comportement et la performance des dirigeants.

Le lien entre détention personnelle d'actions de l'entreprise par les administrateurs et efficacité du contrôle nous conduit naturellement à considérer d'autres caractéristiques personnelles des administrateurs déterminant leur incitation à exercer un contrôle efficace pour un même nombre d'actions détenues. Ces caractéristiques concernent les dotations des administrateurs salariés actionnaires en capital humain et financier. On pourra tout d'abord arguer que, l'investissement en capital humain est différent d'un salarié à l'autre. Ce capital humain ayant la particularité d'être inaliénable et difficilement redéployable, son importance et sa plus grande spécificité à l'entreprise peuvent avoir un effet non négligeable sur l'efficacité du contrôle exercé par l'administrateur actionnaire salarié. Le capital humain est la principale source des revenus du travail d'après Becker [1964]. Bien que ce concept théorique ne soit pas directement mesurable, les économistes considèrent généralement que les salariés les plus jeunes disposent d'une plus grande dotation en capital humain [Degeorge 2004]. En ce qui concerne la composante du capital humain des salariés spécifique à leur entreprise, Becker [1964] estime qu'elle augmente avec le temps passé dans l'entreprise. Il résulte de ces remarques que l'importance du capital humain et de sa composante spécifique à l'entreprise incitent l'administrateur actionnaire salarié à exercer un contrôle efficace sur le dirigeant. A côté de la dotation en capital humain des administrateurs actionnaires salariés, l'influence de leur patrimoine ne doit pas être négligée. Nous retenons deux caractéristiques du patrimoine : sa composition et son importance. Le nombre d'actions de l'entreprise a un effet différent

selon la proportion du patrimoine total qu'il représente. En d'autres termes, d'un patrimoine moins diversifié et plus exposé à l'actionnariat salarié devrait résulter une plus forte incitation à exercer un contrôle efficace.

Au-delà de l'incitation à exercer un contrôle efficace, l'implication personnelle des administrateurs salariés dans le capital peut apporter un signal sur la qualité de l'entreprise. Le célèbre modèle de Leland et Pyle [1977] montre en effet que la détention d'actions des *insiders* peut être considérée comme un bon signal de la valeur de l'entreprise. Or, les salariés sont généralement considérés comme des *insiders*. Cette caractéristique justifie d'ailleurs que la proportion du capital social que les salariés détiennent doive être indiquée dans le rapport annuel des sociétés cotées. Il semble que cette conception soit partagée par les entreprises organisatrices des augmentations de capital réservées à leurs salariés au vue des efforts déployés pour stimuler la participation de leurs employés. En témoignent les exemples des privatisations d'EDF et de GDF ou des augmentations de capital réservée aux salariés de BNP-Paribas, de la Société Générale et du Crédit Agricole SA<sup>4</sup>. Au niveau individuel d'un administrateur salarié actionnaire, la détention d'actions pourrait être considérée comme un signal positif.

Si l'ancienneté d'un salarié peut être considérée comme un proxy du capital humain spécifique à l'entreprise, l'ancienneté au poste d'administrateur revêt une autre signification. La littérature sur la composition des conseils d'administration a en effet lié l'ancienneté au poste d'administrateur à une implication organisationnelle renforcée [Buchanan 1974], à une compréhension partagée des règles de fonctionnement du groupe [Alderfer 1986], à une plus grande résistance au changement [Wiersema et Bantel 1992] et à une meilleure résistance aux pressions des actionnaires de contrôle [Kosnik, 1990]. De ces résultats divergents, il résulte qu'une ancienneté élevée des administrateurs peut aussi bien être considérée comme une

---

<sup>4</sup> Voir sur ce point : Les Echos du 18 août 2005 : « Les banques françaises cotées jouent la carte de l'actionnariat salarié ».

mesure de l'enracinement des dirigeants que comme un signe de leur efficacité [Hermalin et Weisbach, 1988, 1991]. De même, le pouvoir d'influence du dirigeant sur les administrateurs est lié à son ancienneté d'après French et Raven [1959] et Zald [1969]. Forts de ces considérations, Mallette et Hogler [1995] retiennent l'ancienneté du dirigeant relative à celle des administrateurs comme un proxy du pouvoir d'influence du dirigeant. Ainsi, si l'on se réfère à la littérature, l'ancienneté au poste d'administrateur actionnaire salarié et l'ancienneté relative du dirigeant rapportée à celle du/des administrateurs actionnaires salariés jouent un rôle dans l'efficacité du contrôle.

Comme nous l'avons évoqué précédemment, les administrateurs actionnaires salariés peuvent être taxés de complaisance du fait de leur dépendance hiérarchique vis-à-vis du dirigeant qu'ils contrôlent. Alors que Gamble [2000] considère que la proximité hiérarchique du dirigeant est le gage d'un meilleur contrôle, la possible connivence résultant de cette proximité paraît plus évidente [Pagano et Volpin 2005]. La proximité hiérarchique peut notamment faciliter l'obtention de financement pour les associations représentatives des actionnaires salariés dont les administrateurs sont issus. La relation entre la distance hiérarchique vis-à-vis du dirigeant et l'efficacité du contrôle exercé par l'administrateur actionnaire salarié est donc équivoque. La complaisance des administrateurs actionnaires salariés vis-à-vis de leurs dirigeants peut provenir de leur dépendance financière. La dépendance financière des administrateurs salariés s'apparente à leur subordination hiérarchique déjà évoquée et qui se concrétise par le versement du salaire. La pression financière du dirigeant peut également s'exercer sur un administrateur actionnaire salarié par le biais de l'organisme auquel il appartient. En effet, nombre d'associations d'actionnaires salariés françaises se positionnent comme des partenaires de l'entreprise (voir sur ce point la position de la FAS sur [www.fas.asso.fr](http://www.fas.asso.fr)). Les associations d'actionnaires salariés peuvent bénéficier d'un budget attribué par leur direction. En cas de conflit entre dirigeants et

administrateurs actionnaires salariés issus d'associations d'actionnaires salariés, il n'est pas exclu que les fonds attribués par les directions aux associations représentant les actionnaires salariés soient un enjeu déterminant. Afin de renforcer l'efficacité du contrôle exercé par les administrateurs actionnaires salariés, il serait souhaitable que le financement des associations d'actionnaires salariés repose essentiellement sur les cotisations volontaires de leurs adhérents plutôt que sur les dotations des entreprises. De telles modalités de financement seraient toutefois plus acceptables si leur montant était porté à la connaissance du public. Ainsi, la proximité avec les dirigeants évoquée par Gamble [2000], peut transitoirement profiter financièrement aux actionnaires salariés et à leurs représentants, avant de se transformer en moyen de subordination bénéficiant à l'équipe dirigeante.

## **2.2. Les conditions institutionnelles de l'efficacité du contrôle des administrateurs actionnaires salariés**

Plusieurs mécanismes de gouvernance externes peuvent être associés à un contrôle plus efficace de l'administrateur actionnaire salarié. Parmi ces mécanismes, nous identifions la réglementation nationale, la géographie du capital et la structure des coûts de l'entreprise.

Une analyse comparative des différents systèmes de gouvernements montre que la participation des salariés au sens large est contingente au contexte national étudié. Ainsi, une large palette de cas s'offre à nous, depuis l'absence quasi-totale de représentation des salariés dans le système anglo-saxon [Mc Kersie 2003] jusqu'à la représentation institutionnelle des salariés (cogestion allemande). Chaque modèle, bien que contingent à son environnement socio-politique a su faire preuve de son efficacité, y compris la cogestion allemande comme le montre la récente étude longitudinale de Fitzroy et Kraft [2005]. La France conserve un système hybride, caractérisé par la coexistence d'entreprises avec représentation obligatoire des salariés – les anciennes entreprises contrôlées par l'Etat français qui ont été privatisées ou

dont le capital a été ouvert au public – et une majorité d’entreprises sans représentation des salariés (en incluant la représentation des salariés par des actionnaires salariés). Aux Etats-Unis, alors même que les droits et l’autorité des actionnaires « externes » sont les plus affirmés [La Porta et alii 1998] et que les actionnaires salariés représentent des actionnaires de référence et parfois le premier actionnaire [Faleye et alii 2006], il est étonnant de constater que la représentation des actionnaires salariés est inexistante [Mc Kersie 2003]. Il semble y avoir une déconnexion réelle entre les caractéristiques financières de l’actionnariat salarié et les droits « politiques » attachés. Si les actionnaires paraissent légitimes pour être impliqués dans le système de gouvernement, comment expliquer ce décalage avec le faible niveau de représentation des actionnaires salariés, alors même que ces mécanismes sont largement diffusés ? Il semble que l’actionnariat salarié soit seulement envisagé comme un mécanisme incitatif tout en déniait aux salariés l’exercice de leurs droits « politiques » (notamment de contrôle) [Brillet et d’Arcimoles 2000]. De ce point de vue, le modèle allemand de cogestion est aux antipodes du modèle américain, en accordant institutionnellement (dans les grandes entreprises) des postes d’administrateurs aux salariés, et en reconnaissant de ce fait l’importance de leur investissement en capital humain et leur place prépondérante dans le processus de création de valeur [Pistor 1999 ; Roe 2000]. Le modèle français de gouvernement d’entreprise se caractérise par un système hybride empruntant certaines caractéristiques au modèle standard (présence d’actionnaires externes) mais conservant des caractéristiques propres, liées à son évolution historique [Wirtz 2000 pour une analyse institutionnelle]. Ainsi, le modèle français se caractérise notamment par la présence de représentants syndicalistes des salariés dans les grandes entreprises cotées (précédemment contrôlées par l’Etat) mais également par la présence croissante de représentant des actionnaires salariés.

Le rôle et la capacité d'influence des représentants des actionnaires salariés sont aussi liés à la fraction de capital que les actionnaires salariés détiennent collectivement [Desbrières 1997, 2002 ; Eisenhardt 1989]. Comme tout administrateur, l'influence de l'administrateur représentant les actionnaires salariés dépend du « poids » capitalistique qu'il représente. Le poids du capital détenu par les actionnaires salariés varie fortement en fonction de la géographie du capital. La capacité d'influence des actionnaires salariés est notamment modulée par la concentration du capital. En fonction de la géographie du capital, les actionnaires salariés peuvent ressentir le besoin de se regrouper en association, ou de faire pression pour demander une représentation institutionnelle (poste d'administrateur par exemple) [Girard 2001]. D'autre part, l'exercice des droits de vote par le conseil de surveillance du Fonds Commun de Placement d'Entreprise (FCPE) permet d'éviter la dispersion des droits de vote. Ainsi, la capacité d'influence des actionnaires salariés est pleinement exploitée quand les droits de votes des actionnaires salariés sont exercés unanimement par le conseil de surveillance du FCPE.

L'endettement est généralement considéré comme un mécanisme de contrôle du comportement des dirigeants. Jensen [1986] associe à la dette la diminution du *free cash flow* laissé à la discrétion du dirigeant. Il est en effet une composante non négligeable du financement qui se traduit par des coûts fixes augmentant le risque de faillite. Plus généralement, la structure des coûts est un déterminant important du coefficient bêta d'une entreprise [Vernimmen, 2005]. Or, les charges de personnel diffèrent d'un secteur d'activité à un autre d'une part, ils ne peuvent être considérés comme des coûts variables au sens strict en ce qu'ils ne dépendent pas directement du volume de production<sup>5</sup> d'autre part. En outre, la protection offerte au contrat de travail en France le rend difficilement réversible. Dans une

---

<sup>5</sup> On pourrait qualifier les charges de personnel de coûts variables indivis qui constituent, d'après Bouquin [2004], une catégorie de coûts fixes.

moindre mesure que la dette, les charges de personnel exercent une pression sur le dirigeant qui peut s'avérer favorable à un pouvoir accru des administrateurs actionnaires salariés.

## **Conclusion**

Cet article a pour objectif de mettre en évidence les enjeux de la participation des actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise. Ainsi, la participation des actionnaires salariés semble légitime mais se heurte à la question de son efficacité au regard des risques d'enracinement accrus. La loi du 30 décembre 2006 ne laisse plus la possibilité aux sociétés cotées de s'interroger sur l'intérêt d'une telle représentation, elle l'impose. La représentation des actionnaires salariés étant désormais acquise, il ne convient plus simplement de s'interroger sur son intérêt mais il convient de prolonger cette problématique en s'interrogeant sur les conditions pouvant garantir l'efficacité d'une telle représentation. Dans cet article, nous suggérons que les conditions premières d'efficacité de cette représentation sont liées aux incitations personnelles de l'administrateur représentant les actionnaires salariés. Nous considérons également que le contexte institutionnel est susceptible de moduler l'efficacité du contrôle exercé par l'administrateur représentant les actionnaires salariés.

Sur le sujet de la représentation des actionnaires salariés, le constat réalisé par Balligand et De Foucauld en 2000, semble ainsi largement prémonitoire : « Le développement de la présence de salariés actionnaires dans les organes de gestion des entreprises ne passe pas seulement par des éléments objectifs – développement du nombre de salariés actionnaires – mais requiert également que les salariés actionnaires prennent conscience de leur capacité à peser sur les décisions stratégiques de l'entreprise » [Balligand-De Foucauld 2000, p91]. Il reste ainsi aux actionnaires salariés à désormais saisir l'opportunité qui leur est offerte en participant pleinement au gouvernement de leur entreprise. Il reste néanmoins à mieux définir le rôle et la posture de ces administrateurs si particuliers, soumis aux mêmes obligations que n'importe quel administrateur, mais défenseurs d'un actionnariat interne et porteurs des valeurs historiques de l'entreprise.

## Bibliographie

---

- Aglietta M., Reberlioux A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel Economie, Paris.
- Alderfer C., 1986, The invisible director on corporate boards, *Harvard Business Review*, vol.64, n°6, pp 38-50,
- Alexandre H. et Paquerot M., 2000, Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, N°2, Juin, p. 5-29.
- Autenne A., 2005, *Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié*, Bibliothèque de la Faculté de Droit de l'Université Catholique de Louvain, Bruylant, Bruxelles.
- Balligand J-P., De Foucauld J-B., 2000, *Rapport au Premier ministre sur l'épargne salariale*, 27 janvier 2000.
- Beatty A., 1994, An empirical analysis of the corporate control, tax and incentive motivations for adopting leveraged employee stock ownership plans, *Managerial and Decision Economics* 15, pp 299-315.
- Becker G.S., 1964, *Human Capital: a Theoretical and Empirical Analysis, with Special reference to Education*. Columbia University Press, New York.
- Blair M., 1999, Firm-specific human capital and theories of the firm, in *Employees and Corporate Governance*, Blair M. et Roe M. (eds.), Brooking Institution Press.
- Breton A., Wintrobe R., 1982, *The Logic of Bureaucratic Conduct*, Cambridge University Press.
- Brillet F., Arcimoles (d') C-H., 2000, Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié : une revue de la littérature France/Grande-Bretagne/Etats-Unis, *Actes du 11<sup>e</sup> Congrès de l'AGRH*, Lille, 16-17 novembre.
- Buchanan B., 1974, Building organizational commitment: The socialization of managers in work organizations, *Administrative Science Quarterly*, 19: 533-546
- Chang S., 1990, Employee Stock Ownership and Shareholder Wealth: an Empirical Investigation, *Financial Management*, vol.19, n°1, pp 48-58.
- Chang S., et Mayers D., 1992, Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* vol.32, pp 103-131.
- Chaplinsky S, Niehaus G., 1994, The Role of ESOPs in Takeover Contests, *Journal of Finance*, vol.49, n°4, pp 1451-1470.
- Charreaux G., 1997, Vers une théorie du gouvernement des entreprises, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica pp 421-469.

- Canyon, M., & Peck, S, 1998, Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*. 41: 146-157
- Daily C. et Dalton D., 1992, Officer and director stock ownership and firm performance in the publicly traded small company, *Journal of Business Strategies*, 9: 101-113.
- Degeorge F., Jenter D., Moel A., Tufano P., 2004, Selling company shares to reluctant employees: France Telecom's experience, *Journal of Financial Economics* 71, 169-202.
- Demsetz H., Lehn K., 1985, The Structure of Corporate Ownership, *Journal of Political Economy*, vol. 93, pp 1155-77.
- Desbrières Ph., 1997, Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica.
- Desbrières Ph., 2002, Les actionnaires salariés, *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, novembre-décembre 2002, pp 255-281.
- Eisenhardt K., 1989, Agency theory, an assessment and a review, *Academy of Management Journal*, vol.14, n°1, pp 57-74.
- FAS Fédération Française des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés. 2006. Guide de l'actionnaire salarié. 6<sup>e</sup> édition.
- Faleye O., Mehrotra V., Morck R., 2006, When Labor Has a Voice in Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.41, n°3, pp 489-510.
- Fama E. et Jensen M., 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol.26, pp 301-326.
- Fitzroy, F. et Kraft, K., 2005, Co-determination and Productivity, *British Journal of Industrial Relations*, Vol.43, n°2, pp 233-247.
- French, J., Raven B., 1959, The bases of social power, in D, Cartwright (Ed.), *Studies in social power*. Ann Arbor: Institute for Social Research, University of Michigan, pp 607-623
- Gamble J., 2000, Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration, *Journal of Business Venturing*, vol.15, pp 433-447.
- Geneen, H., 1984, *Managing*, New York: Doubleday.
- Girard C., 2001, Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France, *Finance Contrôle Stratégie*, vol.4, n°3, pp 123-146.
- Gordon L., Pound J. 1990. ESOPs and Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp 525-555.

- Hansmann H., 1996, *The Ownership of Enterprise*, Belknap Press of Harvard University Press.
- Hermalin B., Weisbach M., 1988, The determinants of board composition, *The Rand Journal of Economics*, 19: 589-606.
- Hermalin B., Weisbach M., 1991, The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Financial Management*, Winter: 101-112.
- Hillman A., Dalziel T., 2003, Board of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependent Perspectives, *Academy of Management Review*, vol. 8, n°23, pp 383-396
- Hellwig M., 2000, On the economics and politics of corporate finance and corporate control, in Xavier Vives, ed.: *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Jensen M., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M., 1993, The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48: 831-880,
- Jensen, M., Warner J., 1988, The distribution of power among corporate managers, *Journal of Financial Economics*, 20: 3-24.
- Kerr J., et Bettis, R., 1987, Boards of directors, top management compensation, and shareholder returns, *Academy of Management Journal*, 30: 645-664.
- Kesner, I., 1987, Directors' stock ownership and organizational performance: An investigation of Fortune 500 companies, *Journal of Management*, 13: 499-507.
- Kosnik R., 1987, Greenmail: A study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*. 32:163-185.
- Kosnik R., 1990, Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions, *Academy of Management Journal*, 33: 129-150.
- La Bruslerie (de) H. et Deffains-Crapsky C., 2003, Contrat optimal d'actionnariat salarié et asymétries d'information, *Finance*, Vol. 24 - n°3.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A., et Vishny R., 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 107, n°6, pp. 1113-1155.
- Leland H., Pyle D., 1977, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2.
- Mace M., 1971, *Directors : Myth and Reality*, Boston, Harvard University Graduate School of Business Administration.

- Mallette P., Eowler K., 1992, Effects of board composition and stock ownership on the adoption of 'poison pills, *Academy of Management Journal* 35: 1010-1035.
- Meulbroek L., 2005, Company Stock in Pension Plans: How Costly Is It?, *Journal of Law and Economics*, vol. 48, issue 2, pp 443-474.
- Mc Kersie R., 2003, Union-Nominated Directors: A New Voice in Corporate Governance, in *Negotiations and Change: From the Workplace to Society*, Kochant T. et Lipsky D. (eds.), Cornell University Press.
- Muckley, J., 1984, Dear fellow shareowner. *Harvard Business Review*, 62{2}: 46-64
- NCEO, 2006, données disponibles sur [http://www.nceo.org/library/eo\\_stat.html](http://www.nceo.org/library/eo_stat.html)
- Pagano H., Volpin P., 2005, Managers, Workers and Corporate Control, *Journal of Finance*, vol.60, n°2, pp 841-868.
- Park S., Song M., 1995, Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders, *Financial Management*, vol. 24,n°4, pp 52-65.
- Pendleton, A., Wilson, N., and Wright, M., 1998, The Perception and Effects of Share Ownership: Empirical Evidence from Employee Buy-outs, *British Journal of Industrial Relations*, vol.36, n°1, pp 99-123.
- Pendleton A., 2001. *Employee Ownership, Participation and Governance. A study of ESOPs in the UK*, Routledge, London and New York.
- Pistor K., 1999, Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities, in M. Blair et M.Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings institutions press.
- Pitcher P., Chreim S., Kisfalvi V., 2000, CEO succession research: Methodological bridges over troubled waters, *Strategic Management Journal*, 21: 625-648.
- Pugh W, Jahera J, Oswald S. 1999. ESOPs, Takeover Protection, and Corporate Decision-Making. *Journal of Economics and Finance*, vol.23, n°2, pp170-185.
- Rauh J., 2006, Own Company in Defined Contribution Pension Plans: A takeover Defense ?, *Journal of Financial Economics* vol.81, n°2, pp 379-410.
- Roe M., 2000, Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control, *Stanford Law Review*, Vol 53, pp 539-606.
- Scholes M., Wolfson M., 1990, Employee stock ownership plans and corporate restructuring: myths and realities, *Financial Management* 19, pp 12-28.
- Scholes, M., Wolfson, M. , Erickson, M., Maydew, E., et Shevlin, T., 2002. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Prentice Hall.

- Shleifer, A., Vishny, R., 1986, Greenmail, white knights, and shareholders' interests, *Rand Journal of Economics*, 17: 293-309.
- Singh H., Harianto F., 1989, Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes, *Academy of Management Journal*, 32: 7-24.
- Trébucq S., 2002, L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur ?, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.5, n°4, décembre, p.107-135.
- Vernimmen, P. (2005), *Finance d'entreprise*, Dalloz. Paris.
- Wade J., O'Reilly C.A., Chandratat I. (1990). Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence. *Administrative Science Quarterly*, vol. 35, p587-603.
- Walking, R.A. et Long, M.S. (1984). Agency theory, managerial welfare and takeover bid resistance. *Rand Journal of Economics*, 15: 54-68
- Walsh, J., Seward, J., 1990, On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms, *Academy of Management Review*, 15: 421-458
- Wiersema, M., Bantel, K., 1992, Top management team demography and corporate strategic change, *Academy of Management Journal*, 35: 91-121.
- Williamson O., 1991, Economic Institutions, Spontaneous and Intentional Governance, *Journal of Law, Economics and Organisations*, vol. 7, pp 159-187.
- Wirtz P., 2000, Mental Patterns, Corporate Finance and Institutional Evolution: The Case of the French Corporate Governance System, Working paper n°1000101, LEG-FARGO, Université de Dijon.
- Zajac E., Westphal J., 1996, Director Reputation, CEO/Board Power, and the Dynamics of Board Interlocks, *Administrative Science Quarterly*, 41:507-529.
- Zald, M., 1969, The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American Journal of Sociology*, 75:97-111.

### **Annexe:**

Article 32 de la loi 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social (J.O n° 303 du 31 décembre 2006 page 20210 et s.)

I. - Le premier alinéa des articles L. 225-23 et L. 225-71 du code de commerce est ainsi modifié :

1° Avant les mots : « Lorsque le rapport présenté », sont insérés les mots : « Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, » ;

2° Dans les première et deuxième phrases, les mots : « doivent être nommés » sont remplacés par les mots : « sont élus » ;

3° A la fin de la première phrase, les mots : « dans des conditions fixées par décret. » sont remplacés par une phrase ainsi rédigée :

« Ceux-ci se prononcent par un vote dans des conditions fixées par les statuts. » ;

4° Sont ajoutées deux phrases ainsi rédigées :

« La durée de leur mandat est déterminée par application de l'article L. 225-18. Toutefois, leur mandat prend fin par l'arrivée du terme ou la rupture, pour quelque cause que ce soit, de leur contrat de travail. »

II. - La modification des statuts des sociétés mentionnées aux articles L. 225-23 et L. 225-71 du code de commerce, rendue nécessaire par la rédaction de ces articles issue du 2° du I, intervient par décision de l'assemblée générale extraordinaire qui se réunit au plus tard à la date de la prochaine assemblée générale ordinaire suivant la publication de la présente loi.