

La participation des salariés à la gouvernance d'entreprise : quel impact sur la performance et la politique de distribution des liquidités dans le SBF 120 (2000-2014) ?

Employee Participation in Corporate Governance: What Impact Does It Have on Performance and Cash Distribution Policy in the SBF 120 (2000-2014)?

Cécile Cézanne* et Xavier Hollandts**

Résumé – Cet article analyse l'impact de la participation des salariés au capital et aux instances de gouvernance sur la performance et la politique de distribution des liquidités d'entreprises françaises. Ce travail empirique est réalisé à partir de données issues de la combinaison de trois sources (IODS, Eikon et Thomson Reuters) pour un échantillon de sociétés cotées en France sur la période 2000-2014. Nos résultats indiquent que la participation des salariés à la gouvernance d'entreprise a divers effets : l'actionnariat salarié permet d'accroître la rentabilité des entreprises mais aussi de freiner leurs pratiques de versements de dividendes et de rachats d'actions. Parallèlement, la participation des salariés au conseil d'administration (ou de surveillance) modère les versements de dividendes aux actionnaires. Ces résultats s'inscrivent dans une perspective de réflexion sur le renouvellement de la gouvernance d'entreprise et l'évolution de la politique de distribution des liquidités.

Abstract – This article analyses the impact of employee shareholding and participation in governance bodies on the performance and cash distribution policy of French companies. This empirical work is based on data from a combination of three sources (IODS, Eikon and Thomson Reuters) for a sample of listed companies in France over the period 2000-2014. Our results indicate that employee participation in corporate governance has various effects: employee shareholding makes it possible to increase the profitability of companies but it also allows for the curbing of their dividend payment and share buyback practices. At the same time, employee participation in the board of directors (or supervisory board) moderates the payment of dividends to shareholders. These results form part of the discussion on the renewal of corporate governance and the development of cash distribution policy.

Codes JEL / JEL Classification : G32, G35, J54, L25

Mots-clés : gouvernance d'entreprise, actionnariat salarié, codétermination, distribution de dividendes, rachats d'actions

Keywords: corporate governance, employee shareholding, co-determination, dividend distribution, share buybacks

* Université Côte d'Azur, CNRS, GREDEG (cecile.cezanne@univ-cotedazur.fr) ; ** Kedge Business School et ClerMa (Xavier.Hollandts@kedgebs.com)
Les auteurs remercient deux évaluateurs anonymes pour leurs commentaires et suggestions qui ont permis d'améliorer de manière significative les versions successives de l'article. Ils déclarent ne pas avoir de conflit d'intérêts en lien avec le texte du présent article.

Reçu en janvier 2020, accepté en février 2021.

Les jugements et opinions exprimés par les auteurs n'engagent qu'eux-mêmes, et non les institutions auxquelles ils appartiennent, ni a fortiori l'Insee.

Citation: Cézanne, C. & Hollandts, X. (2021). Employee Participation in Corporate Governance: What Impact Does It Have on Performance and Cash Distribution Policy in the SBF 120 (2000-2014)? *Economie et Statistique / Economics and Statistics*, 528-529, 85–107. doi: 10.24187/ecostat.2021.528d.2061

La participation des salariés dans le capital des entreprises connaît un développement important depuis les années 1970 dans la plupart des économies occidentales (Crafo & Rebérioux, 2019). En Europe, comme aux États-Unis (depuis la loi Erisa de 1974), les différents gouvernements ont constamment soutenu la diffusion des mécanismes de participation financière et d'épargne salariale aux salariés du secteur privé¹ (Gomez, 2019). En France, l'intéressement (depuis 1959) et la participation (depuis 1967) constituent les principales sources d'alimentation de l'épargne salariale, qui répond pour partie à des problématiques de pouvoir d'achat et de constitution d'un capital retraite (Aglietta & Rebérioux, 2005 ; Aglietta, 2019). Les données des enquêtes de la Dares (Direction de l'Animation de la Recherche, des Études et des Statistiques) montrent de façon constante que, selon les années, 7 à 9 millions de salariés ont accès à au moins un dispositif d'épargne salariale (participation, intéressement, plan d'épargne entreprise). Fin 2017, cela concerne 8.8 millions de salariés soit 49.9 % des salariés français du secteur marchand non agricole (Boutier, 2019).

La participation financière et l'épargne salariale, généralement converties en actionnariat salarié, permettent aux collaborateurs d'une entreprise d'investir les sommes détenues (souvent dans des conditions avantageuses en raison de décote et d'abondement) en actions ou parts sociales de la société qui les emploie (Desbrières, 2002). L'actionnariat salarié a connu un développement régulier dans la plupart des pays occidentaux. La

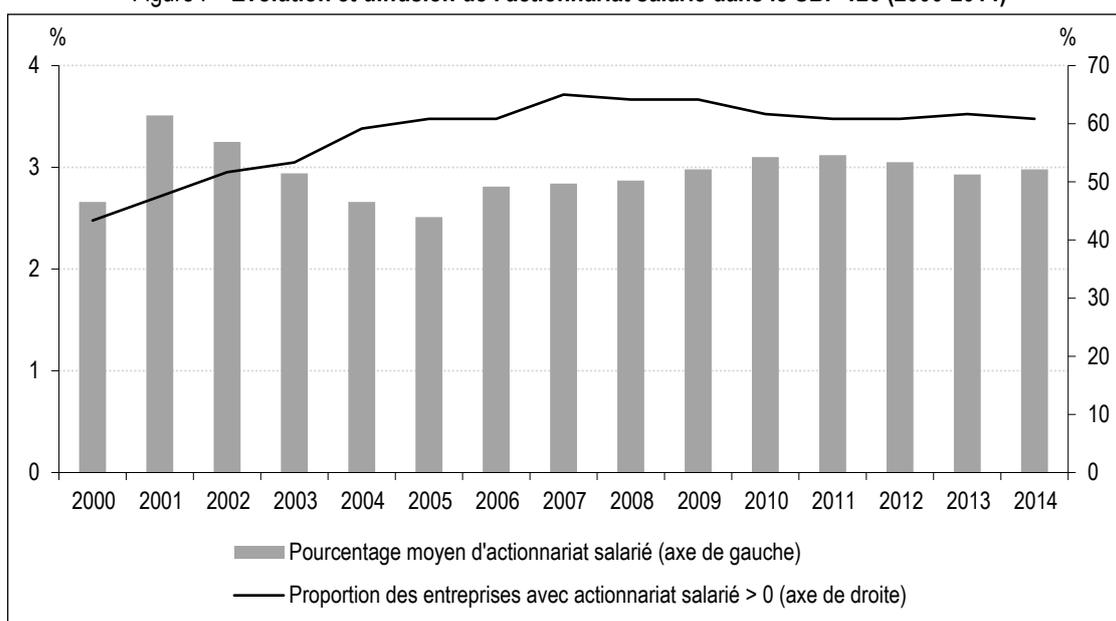
France se distingue par des niveaux importants de diffusion et de détention de capital par les salariés. Selon les chiffres de la Fédération européenne de l'actionnariat salarié (FEAS), environ 3 millions de salariés employés dans les grandes entreprises françaises ont accès à un dispositif spécifique d'actionnariat salariés (FEAS, 2018, p. 30). En France, comme dans les autres pays, l'actionnariat salarié a la particularité d'être concentré avant tout dans les sociétés cotées et il est évidemment plus fortement développé dans les très grandes entreprises. Il concerne 82 % des entreprises de plus de 1 000 salariés contre seulement 14.5 % des entreprises de 10 à 49 salariés (Boutier, 2019). Parmi les entreprises du SBF 120² que nous allons étudier, plus de la moitié comporte un actionnariat salarié (figure I). Le taux moyen d'actionnariat salarié s'établit sur la période 2006-2018 à 3.72 % du capital alors que la moyenne européenne se situe à 1.57 % (FEAS, 2018).

Au niveau de l'entreprise, les mécanismes de participation et de partage des profits permettent de transférer directement une partie des richesses produites aux salariés, ce qui a un effet positif sur leur fidélisation, leur satisfaction et leur

1. Épargne salariale, participation financière et actionnariat salarié sont des notions qui se recoupent en grande partie. L'épargne salariale englobe l'intéressement, la participation aux résultats de l'entreprise et les plans d'épargne salariale. En général, ces sommes sont converties, sous certaines conditions, en support d'investissement en actions de l'entreprise et alimentent donc les mécanismes de participation des salariés au capital (actionnariat salarié) (Desbrières, 2002 ; Boutier, 2019).

2. Cet indice, qui signifie Société des Bourses Françaises, regroupe les 120 plus grandes entreprises en termes de capitalisation boursière et de volumes d'échanges sur le marché Euronext Paris.

Figure I – Évolution et diffusion de l'actionnariat salarié dans le SBF 120 (2000-2014)



Source et champ : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs, SBF 120.

engagement professionnel (Kruse, 1996 ; Blasi *et al.*, 2003 ; Robinson & Zhang, 2005). Il est alors fréquent d'observer une relation positive entre participation, partage des profits et performance de l'entreprise, par l'intermédiaire d'une augmentation de l'implication et de la productivité des salariés (Jones & Kato, 1995 ; Doucouliagos *et al.*, 2020).

Dans ce contexte, la participation financière des salariés constitue un signe évident de diffusion d'une culture actionnariale à l'intérieur des entreprises (Aglietta & Reberieux, 2005 ; Aglietta, 2019). Elle permet aux salariés de bénéficier d'une partie de la valeur créée tout en leur offrant un levier substantiel pour agir au niveau de la gouvernance de l'entreprise (Boatright, 2004 ; Faley *et al.*, 2006). En effet, les actionnaires salariés possèdent collectivement une fraction, généralement substantielle, des titres de l'entreprise qui les emploie, et bénéficient des droits qui y sont rattachés (droit au dividende, droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires). Ce pouvoir juridique est d'autant plus important que le reste du capital est ordinairement dilué et que peu d'actionnaires exercent leurs droits de vote. Par ailleurs, certaines clauses statutaires ou extrastatutaires leur offrent des droits de vote supplémentaires ou atténuent l'incidence des votes d'autres groupes d'actionnaires (Desbrières, 2002). Les actionnaires salariés ont dès lors un rôle de plus en plus important en jouant un rôle de pivot dans certaines stratégies actionnariales (Balsmeier *et al.*, 2013). Même minoritaires, ils peuvent ainsi peser sur le contrôle des décisions lorsqu'ils créent ou rejoignent une coalition

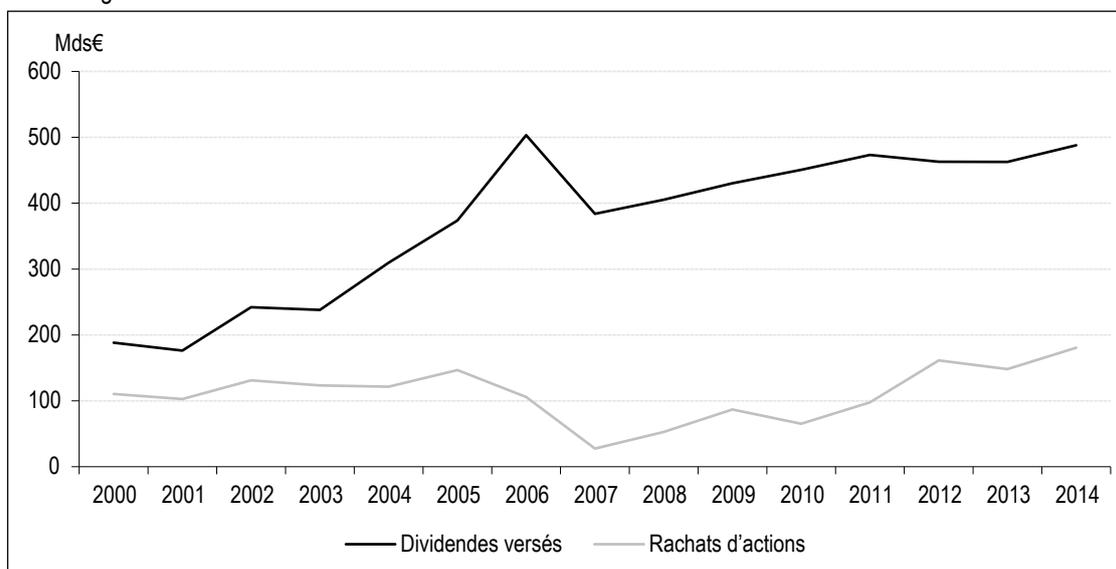
d'actionnaires (Charléty, 2018). Depuis une quinzaine d'années, les évolutions législatives³ renforcent le poids des actionnaires salariés dans la gouvernance d'entreprise en leur octroyant une représentation au conseil d'administration (ou de surveillance) des sociétés cotées (Hollandts & Aubert, 2019 ; Crifo & Reberieux, 2019). Alors que cette tendance semble aller dans le sens d'une gouvernance incluant plus fortement les salariés et d'un capitalisme plus inclusif, on assiste en parallèle à des records de distribution de liquidités à destination des actionnaires (Driver *et al.*, 2020). La figure II décrit cette tendance pour l'échantillon que nous analysons dans le cadre de cet article.

En Europe, la France serait même le pays versant le plus de liquidités aux actionnaires (Trabelsi *et al.*, 2019). En 2019, 60,2 milliards d'euros ont été distribués sous forme de rachat d'actions et de dividendes aux actionnaires des sociétés du CAC 40 (+12 % par rapport à 2018 et en augmentation régulière depuis 2009)⁴ avec un taux moyen de distribution de 48 % des profits des entreprises de l'échantillon. Cette tendance est caractéristique du contexte de financiarisation croissante de l'économie et d'une gouvernance majoritairement orientée vers les actionnaires – voir à ce sujet les travaux

3. La loi du 30 décembre 2006 impose une représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration des sociétés cotées. La loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (loi PACTE), élargit même ce dispositif aux entreprises non cotées les plus importantes (au-delà de 1 000 salariés en France ou 5 000 si l'entreprise est présente en France et à l'étranger, voir article 184 de la loi PACTE).

4. <https://www.lerevenu.com/bourse/dividendes-vers-un-record-en-2019-avec-plus-de-50-milliards-deuros-distribues-par-le-cac-40> et Verminnem.net (2020).

Figure II – Évolution des versements des dividendes et des rachats d'actions dans le SBF 120



Source et champ : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs, SBF 120.

de Lazonic & O'Sullivan (2000) et Lazonick (2018) dans le contexte anglo-saxon ou Auvray *et al.* (2016) et Aglietta (2019) dans le contexte français. Actuellement, ce sont bien les actionnaires qui profitent le plus de la distribution des profits (Driver *et al.*, 2020) alors qu'ils peuvent également bénéficier aux salariés ou à l'entreprise elle-même.

Dans ce contexte caractérisé par une progression de l'actionnariat salarié, il nous paraît opportun de nous interroger sur les conséquences financières de la participation des salariés au capital et aux organes de décisions stratégiques. En quoi cette participation influence-t-elle la relation entre l'entreprise et ses actionnaires ? Dans quelle mesure cette pratique interfère-t-elle avec les décisions en matière de partage des profits ? L'objectif de cet article est double : analyser l'impact de la participation des salariés au capital et aux instances décisionnelles (i) sur la performance de l'entreprise et (ii) sur sa politique de distribution des liquidités. Ce travail empirique est réalisé sur données originales à partir d'un échantillon d'entreprises cotées en France entre 2000 et 2014. C'est à notre connaissance l'un des tous premiers travaux sur le sujet réalisé sur données françaises, sur une période récente et relativement longue. Le cas français est d'autant plus intéressant à étudier qu'il constitue un régime hybride de gouvernance d'entreprise, à mi-chemin entre les modèles germaniques et nordiques (comprenant une présence obligatoire d'administrateurs salariés sans lien avec l'actionnariat salarié *via* la codétermination) et les modèles anglo-saxons (affichant un actionnariat salarié important mais sans représentation des salariés au niveau de la gouvernance). Cette étude économétrique prolonge et complète des travaux antérieurs portant sur le lien entre actionnariat salarié et politique financière des entreprises (Aubert *et al.*, 2016 ; 2017 ; Ginglinger *et al.*, 2011). Elle éclaire et analyse ce phénomène à partir de l'exploitation de données plus récentes sur les grandes capitalisations boursières françaises, à la lumière d'évolutions récentes.

Après une revue de la littérature sur les effets de la participation des salariés, nous présentons les données, les variables et une première approche descriptive (section 2), puis la méthode d'estimation et les résultats (section 3).

1. Une revue de la littérature

La littérature sur les effets de la participation des salariés s'est développée dans deux directions qui nous intéressent ici : en analysant ses effets

sur la performance de l'entreprise, et sur sa politique de distribution de liquidités.

1.1. Participation des salariés et performance de l'entreprise

Une partie de la littérature académique historiquement datée considère, dans la lignée de l'analyse de Jensen & Meckling (1979), que toute forme d'association collective (partielle, majoritaire ou totale) des salariés au capital et/ou aux décisions de l'entreprise est insatisfaisante par rapport à une configuration optimale caractérisée par une séparation stricte entre actionnaires, dirigeants et salariés. En substance, selon Jensen & Meckling (1979), la participation des salariés (au capital et/ou aux décisions) est imposée aux entreprises par les autorités publiques et conduit à des défaillances qui pénalisent la gouvernance et la performance de l'entreprise. Pour les auteurs, la principale de ces défaillances provient de l'horizon temporel dans lequel s'inscrivent les salariés, qui est limité par l'échéance de leurs contrats de travail. Les salariés sont alors naturellement enclins à choisir des projets d'investissement qui correspondent au terme de leurs contrats de travail au détriment du développement de l'entreprise, dont l'horizon est supposé infini. Par ailleurs, ils exposent l'entreprise et ses actionnaires à des risques de *hold-up* qui se manifestent dans la promotion de décisions liées à l'augmentation des salaires et des prestations sur la base de comportements opportunistes. Les salariés cherchent à accroître les avantages dont ils peuvent bénéficier ce qui peut les conduire à réduire, retarder ou éliminer les investissements nécessaires au développement des actifs spécifiques à l'entreprise et à grever d'autant sa compétitivité. Autrement dit, en l'absence d'un système d'incitation efficace, les salariés actionnaires, qui agissent selon un horizon temporel limité, tendent à sous-investir et privent l'entreprise d'une partie de la richesse qu'elle pourrait créer.

Si au niveau collectif la participation des salariés peut être préjudiciable, au niveau individuel elle peut en revanche avoir des effets positifs liés à l'alignement des intérêts. Dans le prolongement des enseignements traditionnels de la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976 ; Holmström & Milgrom, 1994 ; Hart, 1995 ; Shleifer & Vishny, 1997), l'actionnariat salarié constitue un outil efficace d'incitation individuelle et de contrôle orientant les collaborateurs de l'entreprise concernés vers une stratégie conforme à la maximisation de la valeur actionnariale. La participation directe des

salariés au capital de l'entreprise peut être perçue comme un moyen accordé aux actionnaires pour transférer *ex ante* une partie du risque de l'activité de l'entreprise aux salariés, en particulier ceux apportant les ressources les plus critiques (Aglietta & Reberlioux, 2005). Plus précisément, la délégation de droits de propriété représente un indicateur du contrôle résiduel de la firme (incarnée par ses actionnaires) sur ses salariés clés, mais aussi une mesure du partage de la rente résiduelle pour les encourager à adopter un comportement visant à satisfaire l'objectif de maximisation de la valeur des fonds propres de la firme. L'ouverture du capital permet d'aligner les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires et contribue à résoudre les conflits d'agence potentiels. C'est ce que suggèrent également – quoique sur la base d'une représentation de la firme radicalement différente – Blair (1999, 2012) dans une approche juridique, ou Kruse (1996) dans une perspective managériale. Ces auteurs avancent que le développement de l'actionnariat salarié permet de lutter contre les tentatives de *hold-up* liées au risque de sous-investissement en capital humain⁵, notamment en raison des gains monétaires associés à la prise de participation des salariés au capital. Il entraîne parallèlement des effets positifs sur l'incitation individuelle à investir conduisant à une augmentation de la productivité des salariés (Doucouliagos *et al.*, 2020 ; Jones & Kato, 1995).

De nombreuses études empiriques sur le sujet montrent une relation positive entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise mesurée en termes de valeur créée pour les actionnaires (Blasi *et al.*, 2016 ; Kim & Patel, 2017). La méta-analyse de O'Boyle *et al.* (2016) portant sur 102 échantillons, soit 56 984 entreprises représentatives de la population mondiale d'entreprises, va dans le même sens et confirme que l'actionnariat salarié a une relation positive et statistiquement significative avec la performance de l'entreprise.

La détention de capital confère aux salariés actionnaires certains droits de contrôle pouvant servir à renforcer leur influence au cœur de la gouvernance. C'est précisément le cas lorsqu'ils accèdent au statut d'administrateurs, en plus de leur détention collective du capital de l'entreprise. Puisque le conseil d'administration (ou de surveillance) a un pouvoir de décision, de contrôle et de sanction mais peut également participer à la gestion de l'entreprise, sa composition est déterminante. La participation des salariés peut s'avérer positive dans la mesure où elle permet d'aligner les intérêts de la coalition

productive (Fama & Jensen, 1983 ; Goodijk, 2000). Les salariés apportent un regard critique sur l'incidence des stratégies proposées sur la valorisation du capital humain, de plus en plus central dans la création de valeur de l'entreprise (Mahoney & Kor, 2015 ; Wang *et al.*, 2009). Par ailleurs, leur bonne connaissance de la culture salariale et de la vie interne de l'entreprise peut permettre au conseil d'apprécier et d'évaluer la façon dont les salariés reçoivent et implémentent les stratégies proposées (Jensen & Meckling, 1995). Enfin, puisque les salariés expérimentés sont les porteurs d'une mémoire commune, ils apportent souvent le recul historique nécessaire à une prise de décision prudente en proposant de prendre en considération les échecs et les succès obtenus dans le passé. En définitive, les administrateurs salariés contribuent à l'optimisation des décisions de l'instance de gouvernance tout en s'assurant d'un fort pouvoir de négociation sur la direction. Des études empiriques valident l'impact positif de la codétermination (i.e. le partage des pouvoirs de gestion et de contrôle de la décision entre actionnaires et employés) sur la performance des entreprises – mesurée en termes de valeur économique et de valeur boursière (Gorton & Schmidt, 2004 ; Fauver & Fuerst, 2006).

Nous retirons de ces travaux théoriques et empiriques dominants, qui considèrent l'actionnariat salarié comme un outil d'incitation individuelle à l'alignement des intérêts, les hypothèses suivantes :

- (H1) il existe une relation positive entre la présence des salariés dans le capital et la performance de l'entreprise ;
- (H2) il existe une relation positive entre la présence de salariés au sein du conseil d'administration et la performance de l'entreprise.

1.2. Participation des salariés et politique de distribution des liquidités

Puisqu'il garantit aux salariés un pouvoir de décision sur les grandes orientations de l'entreprise, l'actionnariat salarié pèse sur les choix en matière de répartition des liquidités de celle-ci. Selon la représentation de l'actionnariat salarié défendue, il peut avoir un effet positif ou, au contraire, négatif sur la redistribution des richesses créées aux actionnaires.

⁵ Le risque de sous-investissement en capital humain se manifeste par exemple dans des comportements de turnover, d'absentéisme, des arrêts de travail, des grèves ou encore des démissions (Fauver & Fuerst, 2006).

1.2.1. La représentation des salariés conduit à une répartition de la richesse favorable aux actionnaires

Dans le prolongement des enseignements traditionnels de la théorie de l'agence, la participation des salariés au capital de la société leur permet d'infléchir et de contrôler les stratégies d'entreprise dans le sens souhaité (Ginglinger *et al.*, 2011). Sur la base du principe fondamental « une action = une voix », elle permet notamment aux salariés actionnaires d'exercer directement leur pouvoir discrétionnaire en assemblée générale. Ils peuvent ainsi peser sur la gestion ordinaire de la société et sur les choix de politique financière comme la distribution de dividendes.

Parallèlement, la présence des actionnaires salariés aux instances de gouvernance permet aux autres représentants des actionnaires d'accéder à des informations qu'ils n'auraient pas pu se procurer par ailleurs. Les administrateurs salariés détiennent des informations privées qui, en étant divulguées aux autres administrateurs, limitent fortement l'asymétrie informationnelle qui peut profiter aux dirigeants (Germain & Lyon-Caen, 2016). Les administrateurs salariés seraient les mieux informés sur la situation et le fonctionnement de l'entreprise (Ginglinger *et al.*, 2011), bien mieux que les autres administrateurs et notamment les externes (Cavaco *et al.*, 2017). Ainsi, la présence de salariés au conseil réduit l'asymétrie d'information globale (Acharya *et al.*, 2011) dont celle afférente aux décisions des dirigeants en matière de stratégie de création et de répartition de la valeur (Germain & Lyon-Caen, 2016). Elle limite les risques moraux liés, entre autres, à de mauvais choix d'allocation des liquidités (notamment du fait de la détention de liquidités « oisives ») et assure une répartition de la richesse favorable aux actionnaires.

1.2.2. La représentation des salariés contribue à un partage équilibré des profits

Une approche partenariale et positive défend l'idée que la présence d'actionnaires salariés au conseil d'administration est déterminante dans sa capacité à contrôler les comportements opportunistes des actionnaires (Gorton & Schmid, 2004 ; Derouiche, 2013). Elle répond au principe de codétermination dans la gouvernance d'entreprise et contribue ainsi à la stabilisation des pouvoirs dans l'entreprise. Peu coûteuse, la participation institutionnelle des salariés permet une coopération efficace à l'intérieur de la firme pour créer et s'approprier collectivement des rentes (Aoki, 1984). En effet, la présence d'administrateurs salariés, sensibles à la valorisation

du capital humain, aux côtés d'autres administrateurs sensibles à la valorisation du capital financier, assure un double contrôle efficace pour le collectif (Aoki, 1990). Plus généralement, la participation des salariés constitue un moyen de défendre l'intérêt de l'ensemble des porteurs de ressources critiques dans l'entreprise, en particulier celui des salariés eux-mêmes en leur qualité de détenteurs de capital humain spécifique. Les actionnaires salariés supportent un niveau de risque très élevé associé à la perte potentielle de leur capital humain et du capital financier qu'ils possèdent (Desbrières, 2002) et à ce titre portent une attention particulière à la politique de redistribution des profits de l'entreprise. Le versement de liquidités qui profite seulement aux actionnaires peut dès lors pénaliser les revenus et la valeur de l'épargne salariale des actionnaires salariés, à court terme (absence de réévaluation des primes et salaires) comme à long terme (carrière et emploi menacés en l'absence d'investissements favorables à la croissance de l'entreprise). Ainsi, les actionnaires salariés cherchent à maintenir leur pouvoir de négociation sur les flux de trésorerie de l'entreprise en vue de privilégier la rémunération des salariés et/ou de soutenir l'investissement productif de l'entreprise. Ils exercent des pressions pour conserver les bénéfices des entreprises, plutôt que de les verser sous forme de dividendes et de rachats d'actions. En effet, puisque les dividendes, et surtout les rachats financés par l'émission de titres d'emprunt, augmentent le risque de l'entreprise, les salariés devraient préférer, toutes choses égales par ailleurs, une moindre distribution de liquidités aux actionnaires.

C'est ce que suggèrent certains travaux critiques à l'égard des stratégies d'entreprise axées sur la réduction de la taille des effectifs employés (*downsize*) favorable à une augmentation de la rentabilité des capitaux propres (*distribute*) (Lazonick & O'Sullivan, 2000 ; Tulum & Lazonick, 2018). L'allocation des ressources qui en découle à destination des seuls actionnaires détériore les capacités productives et d'innovation des entreprises et provoque instabilité de l'emploi, inégalités de revenus et chute de la productivité (Rajan & Zingales, 2004 ; Rebérioux & Aglietta, 2005 ; Auvray *et al.*, 2016 ; Lazonick, 2018). Pour autant, les rares travaux empiriques qui, à notre connaissance, observent la relation entre la présence d'actionnaires et administrateurs salariés et le versement de liquidités, ne permettent pas de dégager d'enseignement général. Dans leur étude du système allemand de codétermination, Fauver & Fuerst (2006) constatent que les

entreprises où les employés sont représentés sont plus susceptibles de verser des dividendes. Dans le cas français, Ginglinger *et al.* (2011) ne montrent pas d'influence significative de la présence d'actionnaires salariés au conseil sur les choix de politique de distribution des liquidités.

Compte tenu de l'absence de consensus théorique et du faible nombre d'études empiriques sur le sujet, nous supposons l'existence d'une relation statistique, sans pouvoir en déterminer le sens, et retenons les hypothèses générales suivantes :

- (H3) il existe une relation non neutre entre la présence des salariés dans le capital et la politique de distribution des liquidités de l'entreprise ;
- (H4) il existe une relation non neutre entre la présence d'administrateurs salariés et la politique de distribution des liquidités de l'entreprise.

2. Données, variables et premiers éléments descriptifs

Les données utilisées et analysées portent sur un échantillon d'entreprises cotées au SBF 120, qui regroupe les 120 capitalisations les plus importantes de la Bourse de Paris. L'indice SBF 120 présente une double particularité. Il est, d'une part, plus large que le CAC 40, indice phare de la Bourse de Paris et représente mieux la diversité des entreprises cotées françaises (Ginglinger *et al.*, 2011). D'autre part, le SBF 120 est composé de façon relativement équilibrée d'entreprises disposant d'un actionnariat salarié et d'autres n'en ayant pas.

Notre échantillon final est composé de 85 entreprises, analysées sur 15 années consécutives. Les banques et compagnies d'assurances n'ont pas été retenues, en raison de leur structure financière et de la spécificité de leur performance économique (Ginglinger *et al.*, 2011 ; Lazonick, 2018 ; Trabelsi *et al.*, 2019). Enfin, les entreprises présentant trop de valeurs manquantes ont été écartées de l'échantillon final.

Sur la période d'observation, selon les années, entre 42 et 63 % des entreprises de cet échantillon disposent d'un actionnariat salarié supérieur à zéro. Les chiffres les plus importants ont été atteints dans les deux années précédant la crise de 2008 avant une stabilisation à un niveau de 60 % sur les années post-crise financière (cf. figure II).

La base de données finale est issue de la combinaison de trois principales sources de données économiques et financières. La première, IODS (INSEAD OEE Data Services), procure

essentiellement des variables relatives à la gouvernance de l'entreprise (taille du conseil, nombre d'administrateurs indépendants, d'administrateurs salariés, etc.). La deuxième, Eikon, fournit les données financières relatives à la performance de l'entreprise ainsi que les pratiques et les montants versés en matière de redistribution des liquidités aux actionnaires. Enfin, certaines variables de contrôle proviennent de la base Thomson Reuters. Les procédures usuelles de révision et de nettoyage des données ont été menées (recherche de valeurs aberrantes, de valeurs manquantes) ; nous avons également procédé à une recherche manuelle dans les documents de référence ou les rapports annuels des entreprises concernées afin de corriger les erreurs de report de données ou l'absence des données.

2.1. Les variables de l'analyse

Dans la lignée de nos questions et hypothèses, nous cherchons à caractériser, d'une part, l'actionnariat salarié et la gouvernance d'entreprise, et d'autre part, la performance et la distribution de liquidités des sociétés, qui seront nos variables dépendantes.

Deux grandes catégories de variables dépendantes sont définies. La première catégorie, concernant la performance de l'entreprise, comprend : la rentabilité des actifs (ROA), la rentabilité des capitaux investis (ROI) et la rentabilité des actions (ROE). Nous privilégions une approche liée à la valeur économique de l'entreprise (plutôt qu'à sa valeur financière) afin de prendre en compte la performance opérationnelle de l'entreprise⁶ qui est couramment utilisée dans les méthodes de calcul des montants distribués au titre de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié (en particulier la participation et l'intéressement) (Desbrières, 2002 ; Ginglinger *et al.*, 2011 ; Boutier, 2019). La deuxième catégorie, relative à la distribution de liquidités à destination des actionnaires, est constituée du montant des rachats d'actions et de celui des dividendes versés aux actionnaires.

6. Nous mobilisons ici des indicateurs économiques et comptables plutôt que des indicateurs financiers. Tout d'abord, la performance financière est plus aisément soumise à des variations dues à des facteurs exogènes. En effet, la littérature montre que les entreprises comme certains actionnaires sont en mesure de faire varier voire « manipuler » les valeurs de marché, qui reflètent momentanément et imparfaitement la performance de l'entreprise. Ensuite, la question de la distribution des profits est liée à l'origine au résultat économique de l'entreprise et non à sa valeur financière. Enfin, les salariés sont directement intéressés avant tout par la performance comptable et économique de l'entreprise, dans la mesure où les mécanismes de participation et d'intéressement sont directement liés (dans leur formule de calcul) à ce type de performance.

Du côté des variables explicatives, la participation des salariés recouvre, d'une part, l'actionnariat salarié, mesuré par le pourcentage de capital détenu par les salariés et, d'autre part, la participation directe des salariés au conseil d'administration (ou de surveillance), mesurée par le ratio d'administrateurs salariés, dans la lignée des travaux de Balsmeier *et al.* (2013), Hollandts *et al.* (2009) ou Ginglinger *et al.* (2011) réalisés dans le cadre français⁷. Nous retenons aussi une série de variables portant sur les dispositifs clés de « bonne » gouvernance d'entreprise (Afep-MEDEF, 2020) : le type de structure, duale ou non et la proportion d'administrateurs indépendants, et celle d'administratrices, qui sont censés assurer un certain niveau de contrôle sur le comportement et la performance des dirigeants.

Enfin, nous mobilisons les variables de contrôle traditionnelles dans ce genre d'études : secteur d'activité, taille de l'entreprise, endettement, ancienneté de cotation à la Bourse de Paris.

Le tableau 1 récapitule cet ensemble de variables et reporte les statistiques associées pour l'échantillon, en moyenne sur la période étudiée.

On constate que le niveau moyen d'actionnariat salarié se rapproche du seuil de 3 %, niveau retenu par le législateur et la littérature pour considérer qu'il représente un actionnariat salarié significatif (Ginglinger *et al.*, 2011)⁸. Par ailleurs, les conseils d'administration ou

de surveillance comptent en moyenne 1 à 2 représentants des salariés. La proportion est de plus d'un tiers dans l'entreprise la plus en pointe en la matière. La proportion d'administrateurs indépendants s'établit légèrement en dessous de 50 % et celle des femmes dépasse les 10 % (elle progresse sur la période en raison des effets de la loi Copé-Zimmermann de 2011).

2.2. Principales évolutions

Nous présentons ici les grandes tendances de l'évolution de la participation des salariés et de la distribution de liquidités au bénéfice des actionnaires (montants des dividendes versés et des actions rachetées) dans les entreprises de l'échantillon. Le tableau 2 présente les statistiques descriptives de notre échantillon, sur l'ensemble de la période étudiée.

7. En France, la représentation des salariés au conseil d'administration (ou de surveillance) est obligatoire lorsque les salariés détiennent plus de 3 % du capital de la société. La présence d'administrateurs salariés sans lien avec l'actionnariat salarié (i.e. la codétermination) a été rendue obligatoire par la loi de sécurisation de l'emploi de juin 2013 (dernièrement renforcée par la loi PACTE de mai 2019). Si la distinction entre ces deux statuts d'administrateurs salariés semble claire sur le plan réglementaire, elle l'est beaucoup moins dans les faits. En effet, il est fréquent que certains administrateurs salariés « syndicalistes » soient également élus sur des postes réservés aux représentants des actionnaires salariés. Dans ce contexte, nous préférons observer l'effet global de la représentation des salariés plutôt que de séparer les deux types de représentation.

8. Sur l'ensemble de la période, le niveau moyen s'établit à 2.18 % mais lors de la dernière année (2014), la moyenne est de 2.95 % contre 2.01 % en début de période (2000).

Tableau 1 – Variables de l'analyse

Type de variable	Catégorie de variable	Nom	Description
Dépendante	Performance	ROA	Marge nette × rotation des actifs
		ROE	Résultat net de l'année n / (capitaux propres en n + capitaux propres en $n-1$)/2
		ROI	Résultat net / actifs nets
	Distributions de liquidités	Dividendes versés	Montant total des dividendes distribués aux actionnaires l'année n
Rachats d'actions		Montant total des actions rachetées par l'entreprise à la Bourse l'année n	
Indépendante	Participation des salariés	Actionnariat salarié	Pourcentage de capital détenu par les salariés
		Administrateurs salariés	Proportion d'administrateurs salariés
	Gouvernance	Structure du conseil	Conseil de type moniste (Conseil d'administration) ou de type dual (Conseil de surveillance et Directoire)
		Administrateurs indépendants	Proportion d'administrateurs indépendants
		Administratrices	Proportion d'administratrices
	Autres variables de contrôle	Actifs	Montant total des actifs de l'entreprise
		Chiffre d'affaires	Montant total des ventes de l'entreprise
		EBITDA	Résultat d'exploitation de l'entreprise
		Endettement	Montant total des dettes de l'entreprise
		Introduction en Bourse	Nombre d'années de cotation à la Bourse de Paris
Secteur d'activité	Variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise appartient à l'industrie		

La figure III montre l'évolution du niveau moyen d'actionnariat salarié et du niveau moyen de rentabilité (ROA, ROE et ROI) des entreprises de notre échantillon qui disposent d'un actionnariat salarié. Elle indique un effondrement de la performance des entreprises autour de la crise financière de 2008/2009. Les trois indicateurs de performance suivent une tendance relativement similaire même si le ROE montre une volatilité plus importante que les deux autres variables.

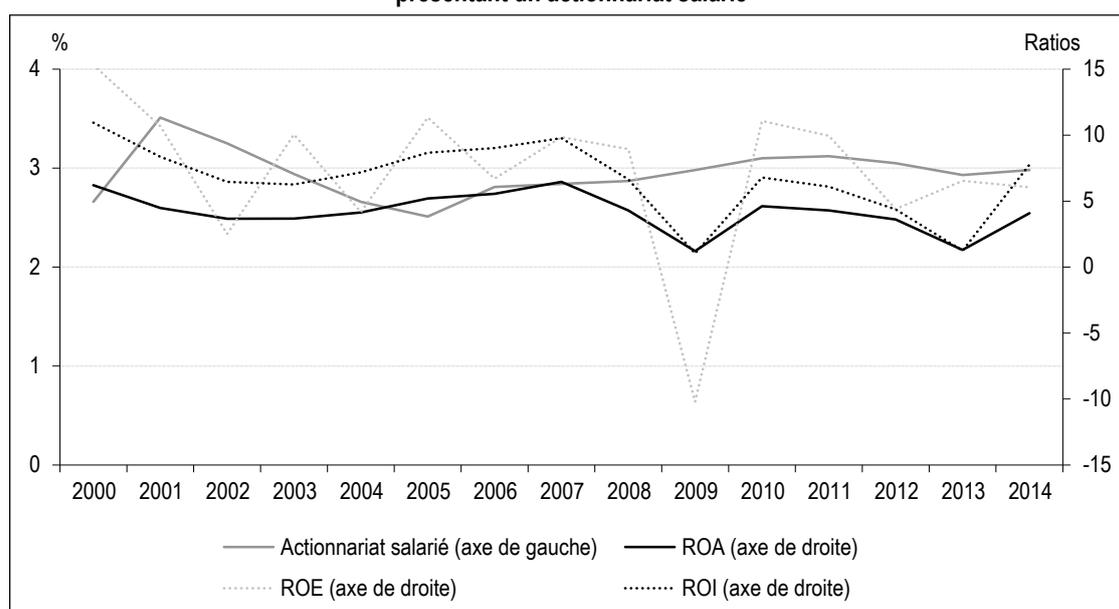
La figure IV indique les niveaux de rachats d'actions et de versements de dividendes par année (pour les entreprises ayant un actionnariat salarié seulement). On constate une progression régulière de ces niveaux (exprimés en pourcentage du résultat net) avec un pic l'année précédant la crise de 2008. Ces évolutions sont conformes à ce que nombre d'observateurs relèvent depuis plusieurs années (voir par exemple Vernimmen.net, 2020 ou Trabelsi *et al.*, 2019). Le niveau des

Tableau 2 – Statistiques descriptives des variables de l'analyse (2000-2014)

	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Variables dépendantes				
ROA	4.23	7.44	-85.67	49.25
ROE	9.25	24.57	-332.74	127.43
ROI	6.99	14.19	-188.81	72.74
Dividendes versés (M€)	336.8	757.2	0	5 540.1
Rachats d'actions (M€)	147.2	162.4	0	6 160.2
Variables indépendantes				
Actionnariat salarié	2.58	2.32	0	32.75
Proportion d'administrateurs salariés	1.49	5.93	0	35.29
Structure duale	0.27	0.44	0	1
Proportion d'administrateurs indépendants	46.53	19.88	0	66.66
Proportion d'administratrices	11.84	10.99	0	53.84
Actifs (M€)	19 603.4	34 304.1	4.15	265 043.1
Chiffre d'affaires (M€)	12 101.5	22 703.1	170.3	182 141.2
EBITDA (M€)	1 454.18	28 276.07	-114.4	18 960
Endettement (M€)	271.4	331.4	1	927.77
Durée présence en Bourse	30.01	25.13	3	133
Nombre d'observations	1 105			

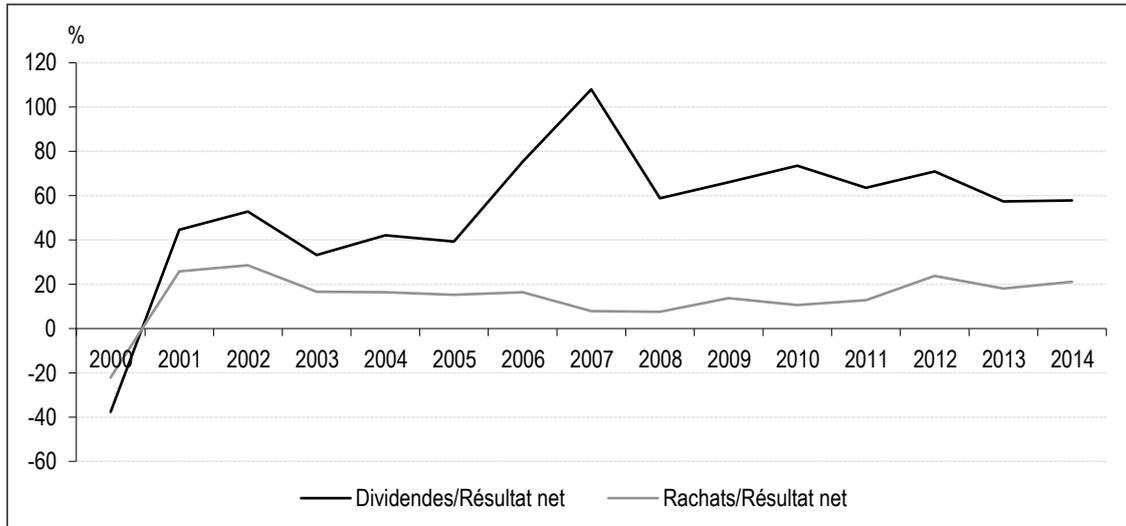
Source et champ : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs, SBF120.

Figure III – Niveau moyen d'actionnariat salarié et rentabilité moyenne des entreprises du SBF 120 présentant un actionnariat salarié



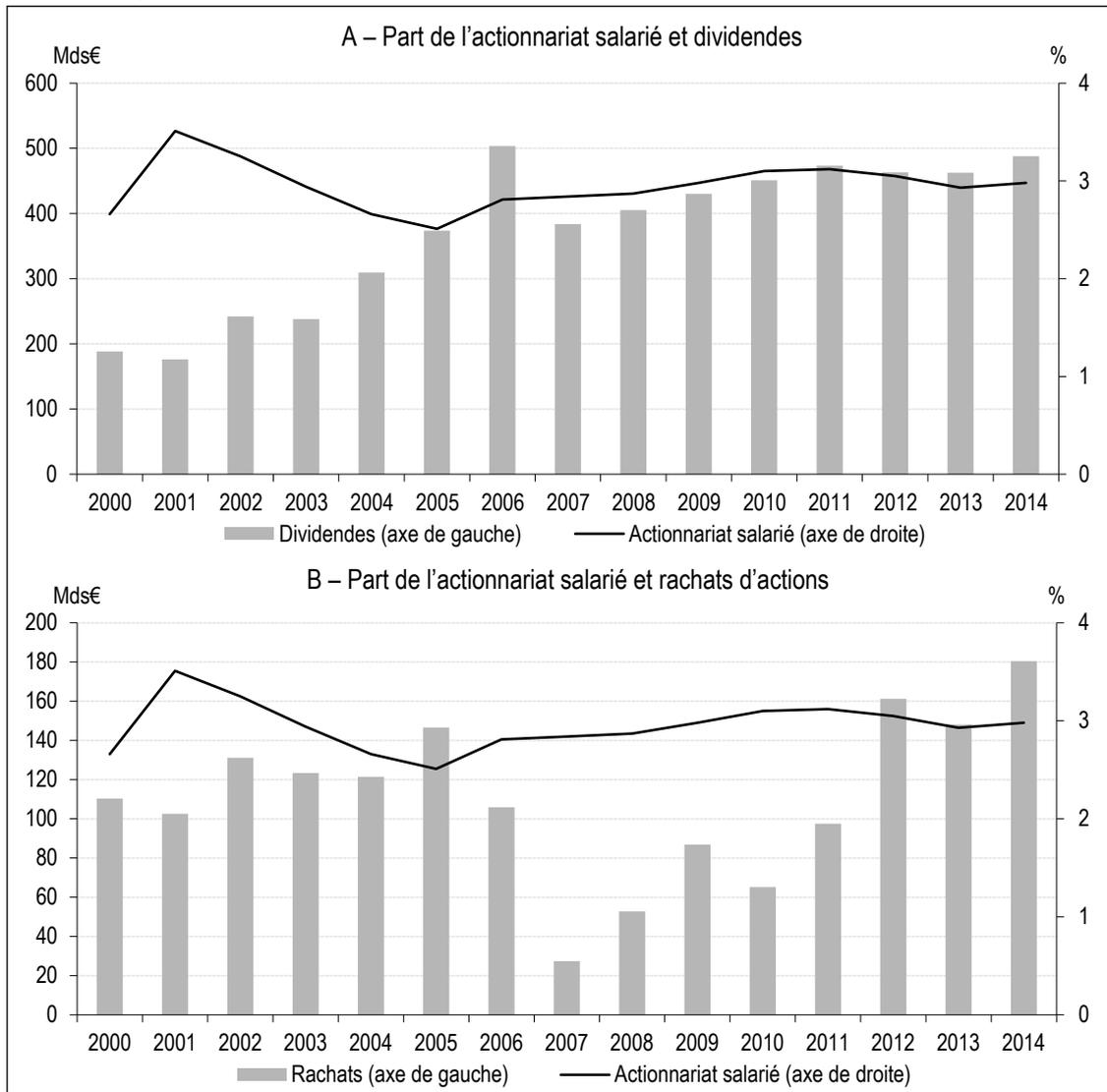
Source et champ : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs, SBF 120 restreint aux entreprises ayant un actionnariat salarié supérieur à zéro.

Figure IV – Part annuelle moyenne du résultat net alloué aux versements de dividendes et au rachat d'actions



Source et champ : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs, SBF 120 restreint aux entreprises ayant un actionnariat salarié supérieur à zéro.

Figure V – Part de l'actionnariat salarié, versements de dividendes et rachats d'actions



Source et champ : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs, SBF 120 restreint aux entreprises ayant un actionnariat salarié supérieur à zéro.

rachats d'actions reste relativement constant sur la période, à la différence des dividendes plus sensibles aux résultats de l'entreprise, au secteur d'activité ou à la dynamique boursière.

Enfin, dans l'échantillon retenu, les rachats d'actions et les versements de dividendes se maintiennent à des niveaux relativement élevés après la crise financière de 2008-2009 (figure V-A) confirmant ainsi une orientation actionnariale des pratiques de distribution des profits. Le niveau d'actionnariat salarié, quant à lui, est relativement stable sur l'ensemble de la période étudiée (figure V-B).

3. Méthode d'estimation et résultats

3.1. Démarche économétrique

La structure de nos données nous conduit à réaliser des estimations en panel dynamique sur quinze années consécutives. Cette méthode permet de prendre en compte les problèmes d'endogénéité généralement constatés dans les études mettant en relation des variables de performance et de gouvernance (Cameron & Triverdi, 2005 ; Wintoki *et al.*, 2012). L'endogénéité est source de biais des estimations et sa non prise en compte pourrait mettre en doute les résultats obtenus voire les invalider (Wooldridge, 2010 ; Wintoki *et al.*, 2012). Il existe plusieurs sources d'endogénéité : l'omission de variables, les erreurs de mesures, la causalité inverse (Cameron & Triverdi, 2005 ; Wooldridge, 2010). Pour traiter l'endogénéité, la littérature recommande l'utilisation de l'estimateur GMM pour l'estimation des modèles de panel dynamique.

Par conséquent, la forme générale de notre modèle de régression dynamique se présente comme suit :

$$VD_{it} = \beta_1 + \beta_2 VD_{it-1} + \beta_3 AS_{it} + \beta_4 Gouvernance_{it} + \beta_5 Control_{it} + \mu_i + \pi_i + \varepsilon_{it}$$

VD_{it} , la variable dépendante, correspond alternativement à la performance (ROI, ROA, ROE) et à la distribution de liquidités (dividendes et rachats d'actions) de l'entreprise i à la date t .

VD_{it-1} représente la variable dépendante retardée d'une période ; AS_{it} est la mesure de l'actionnariat salarié de l'entreprise i à la date t ; $Gouvernance_{it}$ représente l'ensemble des variables de gouvernance de l'entreprise i à la date t ; $Control_{it}$ est l'ensemble des variables de contrôle de l'entreprise i à la date t ; μ_i représente les effets fixes individuels qui captent les effets inobservables invariants dans le temps ; π_i

représente les effets fixes sectoriels qui captent les facteurs inobservables communs à tous les secteurs ; ε_{it} est le terme d'erreur.

Il existe deux manières d'estimer un modèle de régression dynamique : l'estimateur GMM en première différence d'Arellano & Bond (1991) et l'estimateur GMM system de Blundell & Bond (1998). Ce dernier combine à la fois les équations en première différence et celles en niveau ; l'instrumentation des variables explicatives est effectuée à partir de leurs premières différences. Nous utilisons l'estimateur GMM system développé par Blundell & Bond (1998) car les auteurs ont montré, avec la méthode de simulation de Monte Carlo, que cet estimateur est le plus performant (Cameron & Triverdi, 2005 ; Wooldridge, 2010). Il nous permet ainsi de tenir compte de la complexité de la relation entre l'actionnariat salarié et le partage des profits et de traiter efficacement le problème d'endogénéité (Nekhili *et al.*, 2019). Par ailleurs, dans notre étude, nous considérons que la relation entre participation des salariés au capital et distribution de liquidités peut être observée de manière simultanée : l'actionnariat salarié a un impact sur la performance de l'entreprise et la distribution de liquidités qui en découle mais la performance et la distribution de liquidités pourraient dans le même temps avoir un effet causal sur l'actionnariat salarié (Ginglinger *et al.*, 2011). En somme, l'estimateur GMM system permet non seulement de traiter ce problème d'endogénéité mais aussi de prendre en compte l'ensemble des sources de biais en instrumentant les variables explicatives par leurs différences retardées et leurs niveaux retardés (ou instruments internes). La validation des estimations GMM system en panel dynamique repose sur deux types de tests. D'une part, le test de suridentification de Sargan permet de tester la validité des variables retardées comme instruments (l'hypothèse nulle étant que les instruments sont valides). D'autre part, deux tests définis par Arellano & Bond (1991) sont utilisés pour vérifier la validité de l'hypothèse nulle d'autocorrélation des résidus de premier ordre (AR1) et d'absence d'autocorrélation d'ordre deux dans les erreurs de l'équation en différences premières (AR2).

3.2. Résultats

Dans un premier temps, la matrice des corrélations montre un lien entre la plupart des variables d'intérêt (voir annexe 1) mais le niveau des coefficients entre les variables explicatives exclut d'éventuels problèmes de multicollinéarité dans

nos modèles de régression⁹. Dans un second temps, nous cherchons à tester les liens formulés dans les hypothèses justifiées *supra* à l'aide d'une étude économétrique dont les principaux résultats sont présentés dans les tableaux 3 et 4.

Le tableau 3 s'intéresse aux hypothèses H1 et H2 et à l'influence de la présence des salariés au capital et au conseil d'administration (ou de surveillance) sur la performance de l'entreprise. Les modèles (1), (2) et (3) nous permettent de mettre en évidence, toutes choses étant égales par ailleurs, un effet positif et significatif de l'actionnariat salarié sur la performance de

l'entreprise, quel que soit l'indicateur de rentabilité (ROA, ROE, ROI) retenu. Ces résultats montrent que l'impact de l'actionnariat salarié n'est pas sensible à la mesure de performance retenue. L'hypothèse H1 est donc validée. Ces mêmes modèles (1), (2) et (3) ne nous permettent pas d'identifier de façon robuste, toutes choses étant égales par ailleurs, un effet direct et significatif de la présence d'administrateurs salariés

9. L'absence de multicollinéarité est corroborée par l'analyse de la tolérance ou du VIF (Variance Inflation Factor qui est égal à l'inverse de la tolérance) (non présentés dans les tableaux de résultats économétriques mais requêtes dans le logiciel STATA).

Tableau 3 – Influence de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise

	ROA (1)	ROE (2)	ROI (3)
ROA*	0.0934 *** (0.0282)		
ROE*		0.287 *** (0.0375)	
ROI*			0.143 *** (0.0326)
Actionnariat salarié	2.272 *** (0.824)	3.527 ** (1.657)	2.045 ** (0.979)
Administrateurs salariés	-0.211 (0.148)	0.134 (0.410)	0.0417 (0.202)
Structure duale	-1.729 (2.114)	12.05 ** (5.607)	1.994 (2.717)
Administrateurs indépendants	-0.0548 (0.0381)	0.0275 (0.0933)	0.0566 (0.0429)
Administratrices	-0.00535 (0.0373)	0.00955 (0.100)	-0.101 ** (0.0478)
Actifs	-0.876 (0.671)	3.168 (2.504)	-1.889 * (1.131)
Chiffre d'affaires	0.00073 (0.00052)	-0.00045 (0.000127)	0.000098 * (0.000059)
EBITDA	0.00139 *** (0.000494)	0.00540 *** (0.00117)	0.00165 *** (0.000530)
Endettement	-0.000643 (0.0107)	-0.00441 (0.0254)	0.00698 (0.0123)
Durée présence en Bourse	0.216 * (0.114)	0.602 ** (0.240)	-0.00525 (0.147)
Secteur d'activité	-0.890 (1.322)	9.713 *** (2.574)	3.414 *** (1.277)
Constante	-399.6 (229.6)	-1.302 (481.3)	34.39 (302.3)
AR(1)	-1.78 (p=0.00)	-2.12 (p=0.00)	-2.02 (p=0.00)
AR(2)	-0.701 (p=0.31)	-0.84 (p=0.35)	-1.45 (p=0.22)
Sargan	1	1	0.99
Nombre d'observations	1 105	1 105	1 105
Nombre d'entreprises	85	85	85

* avec décalage d'un an.

Note : estimations GMM. Significativité : *** 1 %, ** 5 %, * 10 %, écarts-types entre parenthèses.

Source : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs.

sur la rentabilité de l'entreprise. Ces résultats ne nous permettent pas de valider l'hypothèse H2.

Le tableau 4 s'intéresse aux hypothèses H3 et H4 et à la relation entre la présence des salariés au capital et au conseil d'administration (ou de surveillance) et la politique de distribution des liquidités de l'entreprise. Les modèles (5) et (7) montrent que, toutes choses égales par ailleurs, la présence de salariés au capital de l'entreprise a un effet négatif et significatif sur la propension des entreprises à verser des dividendes à leurs actionnaires et à racheter leurs propres actions. Ces résultats permettent de valider, dans le cadre de notre étude, l'hypothèse H3 et apportent un éclairage sur le sens de la relation en montrant que l'actionnariat salarié est

négativement associé à des pratiques de redistribution des liquidités envers les actionnaires. Les modèles (4) et (5) indiquent que, toutes choses égales par ailleurs, la présence d'administrateurs salariés a également un impact négatif et significatif sur la distribution de dividendes. Ce résultat donne des éléments empiriques de preuve à l'hypothèse H4 ; il révèle que la présence d'administrateurs salariés limite la politique de distribution des liquidités des entreprises en modérant les montants des dividendes qu'elles versent. Nous n'observons toutefois pas d'effet significatif sur les rachats d'actions. Enfin, nous pouvons noter que la structure de gouvernance comme la composition du conseil ont un impact significatif sur la politique de redistribution de liquidités.

Tableau 4 – Influence de l'actionnariat salarié sur la redistribution de liquidités

	Dividendes versés		Rachats d'actions	
	(4)	(5)	(6)	(7)
Dividendes versés*	0.678 *** (0.0251)	0.695 *** (0.0255)		
Rachats d'actions*			0.301 *** (0.0278)	0.328 *** (0.0279)
Actionnariat salarié		-192.2 *** (42.59)		-36.56 * (26.66)
Administrateurs salariés	-12.92 ** (6.009)	-12.36 ** (6.034)	1.482 (6.035)	1.206 (6.043)
Structure duale	456.1 *** (71.17)	394.4 *** (72.75)	45.27 (73.68)	52.03 (73.91)
Administrateurs indépendants	3.890 *** (1.309)	4.287 *** (1.317)	2.300 * (1.321)	2.315 * (1.322)
Administratrices	1.200 (1.541)	0.404 (1.558)	-3.135 ** (1.473)	-3.268 ** (1.477)
Actifs	193.8 *** (34.57)	166.1 *** (35.25)	26.45 (28.39)	4.419 (32.65)
Chiffre d'affaires	0.00430 ** (0.00106)	0.00416 * (0.00107)	-0.000165 (0.00151)	-0.000179 (0.00151)
EBITDA	-0.0326 (0.0202)	-0.0374 * (0.0203)	-0.0152 (0.0202)	-0.0129 (0.0203)
Endettement	-0.0817 (0.369)	-0.0680 (0.370)	-0.0906 (0.371)	-0.0868 (0.371)
Durée présence en Bourse	0.491 (6.423)	13.21 * (7.037)	7.911 * (4.435)	5.126 (4.881)
Secteur d'activité	-413.0 *** (46.85)	-748.9 *** (88.05)	63.64 * (33.05)	108.7 ** (46.63)
Constante	4 904 (12 849)	-19 104 (13 954)	-16 616 (8 628)	-10 874 (9 597)
AR(1)	-2.19 (p=0.00)	-2.04 (p=0.00)	-6.78 (p=0.00)	-6.54 (p=0.00)
AR(2)	0.93 (p=0.38)	1.15 (p=0.31)	0.56 (p=0.58)	0.58 (p=0.51)
Sargan	1	1	0.99	0.99
Nombre d'observations	1 066	1 066	1 066	1 066
Nombre d'entreprises	82	82	82	82

* avec décalage d'un an.

Note : estimations GMM. Significativité : *** 1 %, ** 5 %, * 10 %, écarts-types entre parenthèses.

L'écart entre les 1 105 observations (tableau 3) et les 1 066 figurant dans ce tableau s'explique par la présence de valeurs manquantes.

Source : Base IODS et documents de référence AMF, calcul des auteurs.

3.3. Tests de robustesse

* *
*

Plusieurs problèmes économétriques, principalement d'endogénéité, étaient susceptibles de se poser dans le cadre de notre étude, et ont donné lieu à des estimations complémentaires.

Le recours à des estimations au moyen de modèles de panel dynamique permet en très grande partie de traiter les problèmes d'endogénéité. L'introduction de variables instrumentales et retardées permet ainsi de corriger les biais d'estimation de l'effet de l'actionnariat salarié sur la redistribution de valeur. Les modèles dynamiques utilisés permettent de définir un décalage d'au minimum une année. Les résultats des estimations avec 1 an, 2 ans et 3 ans de décalage sont stables et cohérents, tant du point de vue de la significativité que de la valeur des coefficients (voir annexe 2, tableau A2-1). Dans ces conditions, nous avons privilégié les résultats des modèles estimés avec un décalage temporel d'un an, qui nous semblent les plus pertinents compte tenu de l'effet postulé entre la détention d'actions et la distribution de valeur (décidée dans l'année qui suit) et dans la lignée de travaux similaires sur le sujet : aucun argument n'accrédite la thèse d'un effet retardé de deux années ou plus entre la valeur constatée de l'actionnariat salarié une année donnée et son effet potentiel sur la redistribution de valeur (Nekhili *et al.*, 2019).

Par ailleurs, si nous avons choisi de retenir un indicateur de représentation globale des salariés, nous avons toutefois réalisé des estimations complémentaires distinguant parmi les administrateurs salariés ceux qui représentent les salariés actionnaires de ceux qui représentent plus largement les salariés – ces derniers étant en général des représentants du personnel ou d'origine syndicale. Les résultats de ces estimations complémentaires (voir annexe 2, tableau A2-2) ne permettent pas de mettre en évidence d'effet significatif différencié selon le type de représentation des salariés alors que nous observons un effet sur la représentation globale. Selon nous, cette absence d'effet tient avant tout au faible nombre d'observations quand on sépare strictement les deux types de représentation.

Enfin, comme indiqué plus haut, nous avons mené des tests de sensibilité sur différentes mesures de performance (résultat net notamment). Les résultats obtenus ne varient pas selon la mesure de performance retenue (voir annexe 2, tableau A2-3). Nous sommes donc confiants dans la qualité et la robustesse des résultats présentés.

Cet article proposait une analyse des effets de la participation des salariés au capital et aux instances de gouvernance sur la performance et la politique de distribution de liquidités d'entreprises françaises.

Du point de vue de la relation « actionnariat salarié-performance », nos résultats rejoignent ceux de la littérature qui mettent en évidence une contribution positive de l'actionnariat salarié à la performance de la firme. Ces résultats, aussi bien vérifiés dans le cas français (Aubert *et al.*, 2016 ; 2017 ; Ginglinger *et al.*, 2011 ; Nekhili *et al.*, 2019) que sur des données étrangères (Blasi *et al.*, 2016 ; Kim & Patel, 2017 ; O'Boyle *et al.*, 2016), confirment que la participation des salariés au capital contribue à générer de la performance et *in fine* des profits. Par conséquent, ces résultats légitiment le fait d'associer des salariés actionnaires aux décisions de redistribution de ces mêmes profits (Crafo & Rebérioux, 2019) et alimentent les débats sur le sujet (voir le rapport Cotis, 2009, ou plus récemment le rapport Notat & Senard, 2018). Des études alertent toutefois sur la présence d'effets ambivalents quand l'actionnariat salarié dépasse certains niveaux (voir Guedri & Hollandts, 2008 sur données françaises). C'est le cas de l'étude de Faleye *et al.* (2006) portant sur un échantillon de sociétés cotées américaines au milieu des années 1990 qui est encore considérée comme l'une des plus complètes sur le sujet. L'étude montre que les effets positifs de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise sont plus importants pour des niveaux modérés (en deçà de 5% de capital) et qu'ils ont tendance à diminuer au-delà de ce seuil.

Du point de vue de la relation « administrateurs salariés-performance », nos résultats indiquent que la seule présence, toutes choses égales par ailleurs, des salariés au conseil d'administration n'a pas d'effet direct significatif sur la performance de l'entreprise. Ils rejoignent les résultats de travaux qui préconisent que, pour constituer un arrangement efficient, la participation des salariés aux instances de gouvernance nécessite d'être limitée. C'est ce qu'enseigne par exemple l'étude de Gorton & Schmid (2004). Menée sur les 250 plus grosses sociétés anonymes allemandes non financières sur la période 1989-1993, elle montre qu'une forte codétermination a un impact négatif significatif sur la performance des entreprises : le passage d'un tiers à la moitié de représentants salariés au conseil de surveillance

(autorisé par la loi allemande) fait baisser la valeur de l'entreprise. Plus précisément, les résultats indiquent que les sociétés ayant une représentation paritaire (50 % de salariés) ont un niveau de valorisation de leurs actions (mesuré par le *market-to-book ratio of equity*) 31 % inférieur à celui de sociétés où la représentation des salariés est plus faible (proportion d'un tiers de salariés). Fauver & Fuerst (2006) prolongent et raffinent ces enseignements à partir d'un échantillon de 786 sociétés cotées allemandes observées en 2003. Ils montrent que des niveaux limités de représentation des salariés dans les conseils augmentent l'efficacité et la valeur marchande des entreprises (mesurée par le Q de Tobin). Pour des industries complexes qui exigent un niveau élevé de coordination, la représentation des salariés entraîne des rendements marginaux décroissants au-delà d'un certain seuil (environ un tiers de représentants salariés) bien que des niveaux plus élevés de participation (plus d'un tiers) continuent d'améliorer la performance des entreprises. Leurs résultats permettent d'ajouter que cet effet positif ne s'observe pas s'agissant des représentants syndicaux. L'étude de Ginglinger *et al.* (2011), portant sur 1 638 observations d'entreprises du SBF 120 sur la période 1998-2008, présente des résultats contrastés similaires : le lien entre codétermination et performance des entreprises n'est pas clair et uniforme et dépend du type de représentation des salariés. Plus précisément, cette étude indique que la fraction de sièges au conseil détenus par les actionnaires salariés est liée de manière positive et significative au Q de Tobin et aux deux mesures de ROA (résultat robuste quelle que soit la spécification du modèle). En revanche, la fraction de sièges détenus par les représentants du personnel (sans lien donc avec l'actionnariat salarié) n'a de lien positif significatif qu'avec le ROA, et seulement pour certaines spécifications du modèle. Ainsi, dans les situations où les mécanismes incitatifs agissent au niveau individuel (caractéristiques de l'actionnariat salarié et de la représentation des salariés-actionnaires au conseil) mais que la représentation des salariés ne dépasse pas certains seuils de sorte à ne pas trop peser sur les décisions, la participation collective des salariés (au niveau agrégé) à la gouvernance d'entreprise accroît la performance de l'entreprise.

En ce qui concerne la relation entre la participation des salariés et la distribution des liquidités à destination des actionnaires, nos résultats montrent que (i) l'actionnariat salarié a un impact direct, négatif et significatif sur le montant des dividendes distribués et le montant

des actions rachetées par l'entreprise, (ii) la présence d'administrateurs salariés a également un impact négatif et significatif sur le montant des dividendes versés par l'entreprise. Ces résultats suggèrent nettement que la participation des salariés au capital et aux instances de gouvernance tend à modérer la redistribution de profits à destination des seuls actionnaires. Ils constituent une première base pour une proposition avançant une relation négative entre la présence d'actionnaires et administrateurs salariés et la politique de redistribution des profits de l'entreprise. Empiriquement, en indiquant que la participation des salariés modère la redistribution des richesses au profit des actionnaires, nos résultats vont dans le sens de travaux récents préconisant une allocation équilibrée de la valeur pour assurer la survie et le développement des entreprises (Rajan & Zingales, 2004 ; Aglietta & Reberieux, 2005 ; Auvray *et al.*, 2016 ; Lazonick, 2018 ; Tulum & Lazonick, 2018). Ils suggèrent l'alignement des intérêts et de l'horizon des actionnaires salariés sur une optique de plus long terme, peut-être en raison de la période minimale de blocage de cinq années des actions détenues. La participation des salariés à la gouvernance d'entreprise conduit à favoriser la rétention des profits au bénéfice de la coalition interne et de l'entreprise elle-même. Si les profits sont moins distribués aux actionnaires externes, ils peuvent bénéficier davantage à l'autofinancement des projets d'investissement de l'entreprise ou aux salariés eux-mêmes. Les salariés contribuant positivement à la performance, une logique de cercle vertueux est susceptible de se mettre en place.

En définitive, la participation des salariés n'est pas neutre : elle contribue, toutes choses égales par ailleurs, à soutenir et améliorer la performance de l'entreprise. Elle permet aussi d'influencer la politique de distribution des liquidités, en intervenant comme un facteur de modération (ou de pondération) de la redistribution de profits aux seuls actionnaires dont l'augmentation constante, voire les dérives, sont régulièrement dénoncées.

Le travail empirique présenté ici s'inscrit dans un contexte plus général de réflexions sur la mutation du capitalisme actionnarial, engagées tant sur le plan académique (Auvray *et al.*, 2016 ; Crifo & Reberieux, 2019) que sur le plan politique. Ainsi, en France, la récente loi PACTE (2019) a conduit à plusieurs modifications d'importance du Code Civil et a fait la promotion d'un capitalisme plus inclusif selon les propres termes du gouvernement, notamment en

favorisant et développant encore plus les mécanismes d'épargne salariale (Aubert & Bernheim, 2020). Le débat politique (voir les déclarations du ministre de l'intérieur ou Premier ministre français¹⁰) fait également apparaître l'épargne salariale et l'actionnariat salarié comme des leviers majeurs d'évolution du capitalisme français : d'une part, en incitant les dirigeants et les actionnaires à faire évoluer la gouvernance d'entreprise, y compris en matière de politique de redistribution des liquidités ; d'autre part, en offrant à chaque entreprise l'opportunité d'instaurer un cercle économique vertueux en son sein (Aubert *et al.*, 2009).

Au-delà des frontières françaises, des prises de paroles fortes comme celle du PDG de Blackrock (le plus important gestionnaire d'actifs au monde) ou du BRT (Business Roundtable, un lobby patronal puissant aux États-Unis) vont dans le sens d'un capitalisme et d'une gouvernance plus partenariale. Ainsi, se dessinent, en France comme ailleurs, des pistes pour une gouvernance plus équilibrée susceptible, à terme, d'aboutir notamment à une répartition moins déséquilibrée des profits. Des études empiriques très récentes montrent d'ailleurs que la participation des salariés aux bénéfices est un moyen de stimuler la productivité et donc la performance des entreprises en augmentant la coopération sur le lieu de travail, le partage d'informations et l'engagement des employés (voir la méta-régression

de Doucouliagos *et al.*, 2020). Il sera intéressant d'observer, dans les prochaines années, les effets de la participation des salariés sur la performance et les politiques de distribution des liquidités des entreprises. En effet, nos résultats montrent des effets perceptibles dans une période antérieure à la loi PACTE, qui entend rapidement favoriser la présence des salariés au capital et aux instances de gouvernance des sociétés. Les dispositions prévues par cette loi seront-elles de nature à amplifier ces effets ? Un actionnariat salarié renforcé (objectif énoncé par la loi PACTE de 10 % du capital des entreprises françaises détenu par leurs salariés d'ici 2030) et une présence systématique des salariés dans les conseils continueront-ils à stimuler la rentabilité de l'entreprise ? Les effets observés en matière de partage des profits vont-ils se confirmer voire s'accroître ? Au-delà de ces questions, il sera également intéressant d'observer les effets de la participation des salariés et de la politique de distribution des liquidités sur le dynamisme économique des entreprises, tant du point de vue de leur capacité à croître qu'à innover ou se développer. □

10. <https://www.lesechos.fr/economie-france/social/pourquoi-darmain-veut-relancer-le-chantier-de-la-participation-1205269>, <https://www.rtl.fr/actu/politique/emploi-jean-castex-pas-defavorable-au-deblocage-anticipe-de-l-interessement-7800772343>

BIBLIOGRAPHIE

- Acharya, V., Myers S. & Rajan R. (2011).** The internal governance of firms, *Journal of Finance*, 66(3), 689–720. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01649.x>
- Afep-MEDEF (2020).** *Code Afep- MEDEF révisé de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, janvier. https://afep.com/wp-content/uploads/2020/01/Code-Afep_Medef-r%C3%A9vision-janvier-2020_-002.pdf.
- Aglietta, M. (2019).** *Capitalisme. Le temps des ruptures*. Paris: Odile Jacob.
- Aglietta, M. & Reberioux, A. (2005).** *Corporate governance adrift: a critique of shareholder value*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Aoki, M. (1984).** *The co-operative game theory of the firm*. New York: Oxford University Press.
- Aoki, M. (1990).** Toward an economic model of the Japanese firm. *Journal of Economic Literature*, 28(1), 1–27. <https://www.jstor.org/stable/2727189>
- Arellano, M. & Bond, S. (1991).** Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Aubert, N. & Bernheim P. (2020).** What the PACTE law changes for employee savings and participation? *Bankers Markets and Investors*, in press. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-02532708/>

- Aubert, N., Chassagnon, V. & Hollandts, X. (2016).** Actionnariat salarié, gouvernance et performance de la firme : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté. *Revue d'Économie Industrielle*, 154, 151–176. <https://doi.org/10.4000/rei.6365>
- Aubert, N., Grand, B., Lapied, A. & Rousseau, P. (2009).** Is employee ownership so senseless? *Finance*, 30(2), 5–29. <https://doi.org/10.3917/fina.302.0005>
- Aubert, N., Kern, A. & Hollandts, X. (2017).** Employee stock ownership and the cost of capital. *Research in International Business and Finance*, 41, 67–78. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.007>
- Auvray, T., Dallery, T. & Rigot, S. (2016).** *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*. Paris: Michalon. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01380394>
- Balsmeier, B., Bermig, A. & Dilger, A. (2013).** Corporate governance and employee power in the boardroom: An applied game theoretic analysis. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 91, 51–74. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2013.04.004>
- Blasi, J., Freeman, R. & Kruse, D. (2016).** Do broad-based employee ownership, profit sharing and stock options help the best firms do even better? *British Journal of Industrial Relations*, 54(1), 55–82. <https://doi.org/10.1111/bjir.12135>
- Blasi, J. R., Kruse, D. & Bernstein, A. (2003).** *In the company of owners: The truth about stock options (and why every employee should have them)*. New York: Basic Books.
- Blair, M. M. (1999).** Firm-specific human capital and theories of the firm. In: M. M. Blair & M. J. Roe (Ed.), *Employees and Corporate Governance*, Ch 2. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Blair, M. M. (2012).** In the best interest of the corporation: Directors' duties in the wake of the global crisis. In: T. Clarke & D. Branson (Ed.), *The SAGE Handbook of Corporate Governance*, Ch. 2. Washington, DC: SAGE.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998).** Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Boatright, J. R. (2004).** Employee governance and the ownership of the firm. *Business Ethics Quarterly*, 14(1), 1–21. <https://www.jstor.org/stable/3857770>
- Boutier, K. (2019).** Participation, intéressement et épargne salariale en 2017. *Dares Résultats* N° 036. <https://dares.travail-emploi.gouv.fr/publications/participation-interessement-et-epargne-salariale-en-2017>
- Cameron, A. & Trivedi, P. (2005).** *Microeconometrics: Methods and applications*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cavaco, S., Crifo, P., Rebérioux, A. & Roudaut, G. (2017).** Independent directors: Less informed but better selected than affiliated board members? *Journal of Corporate Finance*, 43, 106–121. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004>
- Charléty, P. (2018).** L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises ? *Revue d'Économie Financière*, 2(130), 195–221. <https://doi.org/10.3917/ecofi.130.0195>
- Crifo, P. & Rebérioux, A. (2019).** *La participation des salariés : du partage d'information à la codétermination*. Paris : Presses de Sciences Po. <https://www.pressdesciencespo.fr/fr/book/?gcoi=27246100262630>
- Cotis, J.-P. (2009).** Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France. Rapport au Président de la République. Insee. <https://www.vie-publique.fr/sites/default/files/rapport/pdf/094000213.pdf>
- Derouiche, I. (Ed.) (2013).** *Quel rôle pour le conseil d'administration dans la détention de liquidités ? Cas des entreprises françaises cotées*. Paris: Lavoisier.
- Desbrières, P. (2002).** Les actionnaires salariés. *Revue Française de Gestion*, 5(141), 255–281. <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2002-5-page-255.htm>
- Doucoulagos, H., Laroche, P., Kruse, D. & Stanley, T. (2020).** Is Profit Sharing Productive? A Meta-Regression Analysis. *British Journal of Industrial Relations*, 58(2), 364–395. <https://doi.org/10.1111/bjir.12483>
- Driver, C., Grosman, A. & Scaramozzino, P. (2020).** Dividend policy and investor pressure. *Economic Modelling*, 89, 559–576. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.016>
- Faleye, O., Mehrotra, V. & Morck, R. (2006).** When labor has a voice in corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3), 489–510. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002519>
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983).** Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/467037>
- Fauver, L. & Fuerst, M. E. (2006).** Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 673–710. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.005>
- FEAS - Fédération européenne de l'actionnariat salarié (2018).** Recensement de l'actionnariat salarié européen en 2018. <http://www.efesonline.org/Annual%20Economic%20Survey/2018/Presentation%20FR.htm> (accédé le 18/12/2019).

- Germain, L. & Lyon-Caen, C. (2016).** Do we need employee representation on the board of directors? *SSRN working papers*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2729708
- Ginglinger, E., Megginson, W. & Waxin, T. (2011).** Employee ownership, board representation and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868–887. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.005>
- Gomez, P.-Y. (2019).** *L'esprit malin du capitalisme. Comprendre la crise qui vient*. Paris: Desclée De Brouwer.
- Gorton, G. & Schmid, F. A. (2004).** Capital, labor, and the firm: A study of German codetermination. *Journal of the European Economic Association*, 2(5), 863–905. <https://doi.org/10.1162/1542476042782260>
- Goodijk, R. (2000).** Corporate governance and workers' participation. *Corporate Governance: An International Review*, 8(4), 303–310. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00209>
- Guedri, Z. & Hollandts, X. (2008).** Beyond dichotomy: The curvilinear impact of employee ownership on firm performance. *Corporate Governance: an International Review*, 16(5), 460–474. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00703.x>
- Hart, O. (1995).** *Firms, contracts, and financial structure*. New York: Oxford University Press – Clarendon Press.
- Holmström, B. & Milgrom, P. (1994).** The firm as an incentive system. *The American Economic Review*, 84(4), 972–991. <https://www.jstor.org/stable/i337079>
- Hollandts, X., Guedri, Z. & Aubert, N. (2009).** Représentation du travail au CA et performance de l'entreprise : une étude empirique sur le SBF 250 (2000-2005). In: M.-N. Auberger & A. Conchon (Ed.), *Les administrateurs salariés et la gouvernance d'entreprise*. Paris: La Documentation Française. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01989060/document>
- Hollandts, X. & Aubert, N. (2019).** La gouvernance salariale : contribution de la représentation des salariés à la gouvernance d'entreprise. *Finance Contrôle Stratégie*, 22 (1). <https://doi.org/10.4000/fcs.3256>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976).** Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1979).** Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination. *The Journal of Business*, 52(4), 469–506. <https://www.jstor.org/stable/2352442>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1995).** Specific and general knowledge, and organizational structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 4–18. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1995.tb00283.x>
- Jones, D. C. & Kato, T. (1995).** The productivity effects of employee stock-ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data. *American Economic Review*, 85(3), 391–414. <https://www.jstor.org/stable/2118180>
- Kim, K. Y. & Patel, P. C. (2017).** Employee ownership and firm performance: A variance decomposition analysis of European firms. *Journal of Business Research*, 70, 248–254. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.08.014>
- Kruse, D. L. (1996).** Why do firms adopt profit-sharing and employee ownership plans? *British Journal of Industrial Relations*, 34(4), 515–538. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8543.1996.tb00488.x>
- Lazonick, W. (2018).** The functions of the stock market and the fallacies of shareholder value. In: C. Driver & G. Thompson (Ed.), *Corporate Governance in Contention*, Ch. 6. New York: Oxford University Press.
- Lazonick, W. & O'sullivan, M. (2000).** Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13–35. <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
- Mahoney, J. T. & Kor, Y. (2015).** Advancing the human capital perspective on value creation by joining capabilities and governance approaches. *Academy of Management Perspectives*, 29(3), 296–308. <https://doi.org/10.5465/amp.2014.0151>
- Nekhili, M., Boukadhaba, A., Nagati, H. & Chtioui, T. (2019).** ESG performance and market value: the moderating role of employee board representation. *The International Journal of Human Resource Management*, 1–27. <https://doi.org/10.1080/09585192.2019.1629989>
- Notat, N. & Senard, J.-D. (2018).** L'entreprise, objet d'intérêt collectif. Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Economie et des Finances, du Travail. 9 mars 2018. https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2018/entreprise_objet_interet_collectif.pdf
- O'Boyle, E. H., Patel, P. C. & Gonzalez-Mulé, E. (2016).** Employee ownership and firm performance: a meta-analysis. *Human Resource Management Journal*, 26(4), 425–448. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12115>
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (2004).** *Saving capitalism from the capitalists: Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*. Princeton: Princeton University Press.
- Robinson, A. M. & Zhang, H. (2005).** Employee share ownership: safeguarding investments in human capital. *British Journal of Industrial Relations*, 43(3), 469–488. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8543.2005.00365.x>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997).** A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

- Trabelsi, D., Aziz, S. & Lilti, J. (2019).** A behavioral perspective on corporate dividend policy: evidence from France. *Corporate Governance*, 19(1), 102–119. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2018-0077>
- Tulum, Ö. & Lazonick, W. (2018).** Financialized corporations in a national innovation system: The US pharmaceutical industry. *International Journal of Political Economy*, 47(3-4), 281–316. <https://doi.org/10.1080/08911916.2018.1549842>
- Vermimm.net (2020).** Dividendes et rachats d'actions en 2019. *La Lettre Vermimm* N° 175. https://www.vermimmen.net/Lire/Lettre_Vermimmen/Lettre_175.html
- Wang, H. C., He, J. & Mahoney, J. T. (2009).** Firm-specific knowledge resources and competitive advantage: the roles of economic-and relationship-based employee governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 30(12), 1265–1285. <https://doi.org/10.1002/smj.787>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S. & Netter, J. M. (2012).** Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Wooldridge, J. M. (2010).** *Econometrics analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA. and London: The MIT Press.
-

ANNEXE 2

Tableau A2-1 – Influence de l'actionnariat salarié sur la redistribution de liquidités l'année n , avec un décalage de la variable d'intérêt de 1 à 3 ans

	(5)	(5a)	(5b)
Dividendes versés*	0.695 *** (0.0255)	0.582 *** (0.0298)	0.563 *** (0.0313)
Dividendes versés**		0.172 *** (0.0262)	0.235 *** (0.0353)
Dividendes versés***			-0.0747 ** (0.0338)
Actionnariat salarié	-192.2 *** (42.59)	-192.7 *** (40.60)	-246.9 *** (48.87)
Administrateurs salariés	-12.36 ** (6.034)	-13.29 ** (6.123)	-12.46 ** (6.286)
Structure duale	394.4 *** (72.75)	428.5 *** (71.14)	452.4 *** (73.51)
Administrateurs indépendants	4.287 *** (1.317)	3.487 *** (1.293)	2.157 (1.410)
Administratrices	0.404 (1.558)	0.182 (1.503)	1.218 (1.583)
Actifs	166.1 *** (35.25)	-177.3 *** (34.92)	-183.3 *** (37.64)
Chiffre d'affaires	0.00416 *** (0.00107)	0.00432 *** (0.00102)	0.00430 *** (0.00106)
EBITDA	-0.0374 * (0.0203)	-0.0411 ** (0.0194)	-0.0403 ** (0.0202)
Endettement	-0.0680 (0.370)	-0.0388 (0.354)	-0.0568 (0.363)
Durée présence en Bourse	13.21 * (7.037)	12.52 * (6.843)	24.69 *** (8.752)
Secteur d'activité	-748.9 *** (88.05)	-779.3 *** (84.88)	-941.0 *** (105.2)
Constante	-19 104 (13 954)	-17 355 (13 573)	-40 512 (17 274)
AR(1)	-2.04(p=0.00)	-2.07 (p=0.00)	-2.09 (p=0.00)
AR(2)	1.15(p=0.31)	0.45 (p=0.61)	0.61 (p=0.43)
Sargan	1	0.99	1
Nombre d'observations	1 066	1 066	1 066
Nombre d'entreprises	82	82	82

B – Rachats d'actions

	(7)	(7a)	(7b)
Rachats d'actions*	0.0328 ** (0.0279)	-0.0233 ** (0.0291)	-0.0412 ** (0.0302)
Rachats d'actions**		-0.204 ** (0.0307)	-0.205 ** (0.0326)
Rachats d'actions***			-0.253 ** (0.0786)
Actionnariat salarié	-36.56 * (26.66)	-34.85 * (27.05)	-31.55 * (27.92)
Administrateurs salariés	1.206 (6.043)	-1.627 (6.438)	-1.555 (6.609)
Structure duale	52.03 (73.91)	21.82 (75.88)	-6.587 (78.03)
Administrateurs indépendants	2.315 * (1.322)	2.920 ** (1.359)	3.046 ** (1.455)
Administratrices	-3.268 ** (1.477)	-4.029 *** (1.492)	-4.022 *** (1.560)
Actifs	4.419 (32.65)	-25.72 (34.60)	-67.83 * (40.24)
Chiffre d'affaires	-0.000179 (0.00151)	0.000825 (0.00154)	0.000522 (0.00158)
EBITDA	-0.0129 (0.0203)	-0.0277 (0.0204)	-0.0315 (0.0212)
Endettement	-0.0868 (0.371)	-0.00640 (0.372)	-0.0433 (0.381)
Durée présence en Bourse	5.126 (4.881)	8.051 (5.027)	13.14 ** (5.452)
Secteur d'activité	108.7 ** (46.63)	138.1 *** (46.89)	149.5 *** (48.55)
Constante	-10 874 (9 597)	-16 097 (9 882)	-25 235 (10 661)
AR(1)	-6.54 (p=0.00)	-7.12 (p=0.00)	-6.92 (p=0.00)
AR(2)	0.58 (p=0.51)	1.51 (p=0.27)	0.54 (p=0.49)
Sargan	0.99	1	1
Nombre d'observations	1 066	1 066	1 066
Nombre d'entreprises	82	82	82

* avec décalage d'un an. ** avec décalage de deux ans. *** avec décalage de trois ans.

Note : *** significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %. Écarts-types entre parenthèses.

Tableau A2-2 – Résultats des régressions GMM testant l'effet différencié du type de représentation salariale au conseil d'administration (administrateur représentant les actionnaires salariés vs. administrateur représentant les salariés). Décalage d'un an de la variable d'intérêt

	Dividendes versés		Rachats d'actions	
	(5c)	(5d)	(7c)	(7d)
Dividendes versés*	0.682 *** (0.0251)	0.680 *** (0.0251)		
Rachats d'actions*			0.299 *** (0.0278)	0.297 *** (0.0278)
Administrateurs actionnaires salariés	-7.631 (70.50)		-80.34 (65.86)	
Administrateurs salariés		-90.92 (54.68)		-12.93 (55.51)
Structure duale	461.8 *** (71.13)	460.6 *** (71.17)	49.49 (73.87)	45.58 (73.68)
Administrateurs indépendants	4.163 *** (1.304)	4.167 *** (1.304)	2.233 * (1.320)	2.292 * (1.319)
Administratrices	0.804 (1.533)	0.846 (1.532)	-3.376 ** (1.477)	-3.175 ** (1.465)
Actifs	-192.5 *** (35.24)	-193.8 *** (34.67)	35.13 (29.30)	26.40 (28.40)
Chiffre d'affaires	0.00436 *** (0.00107)	0.00415 *** (0.00107)	-0.000156 (0.00151)	-0.000136 (0.00151)
EBIDTA	-0.0259 (0.0200)	-0.0260 (0.0200)	-0.0177 (0.0201)	-0.0160 (0.0200)
Endettement	-0.0801 (0.369)	-0.0872 (0.369)	-0.0902 (0.371)	-0.0911 (0.371)
Durée présence en Bourse	0.320 (6.467)	0.428 (6.395)	8.422 * (4.437)	7.670 * (4.410)
Secteur d'activité	-417.7 *** (47.02)	-409.6 *** (46.90)	57.34 * (32.98)	62.28 * (32.68)
Constante	5 185 (12 961)	4 983 (12 802)	-17 791 (8 645)	-16 127 (8 575)
AR(1)	-1.82 (p=0.00)	-2.15 (p=0.00)	-2.07 (p=0.00)	-2.11 (p=0.00)
AR(2)	0.38 (p=0.35)	0.75 (p=0.33)	1.11 (p=0.25)	1.46 (p=0.22)
Sargan	0.99	0.99	1	1
Nombre d'observations	1 066	1 066	1 066	1 066
Nombre d'entreprises	82	82	82	82

* avec décalage d'un an.

Note : *** significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %. Écarts-types entre parenthèses.

Tableau A2-3 – Résultats des régressions GMM testant l'effet de l'actionnariat salarié sur d'autres indicateurs de performance des entreprises

	Résultat net	Q de Tobin	Cash net
Résultat net*	0.103 *** (0.0248)		
Q de Tobin*		0.202 *** (0.0303)	
Cash net*			0.453 *** (0.0339)
Actionnariat salarié	0.168 *** (0.0498)	0.620 *** (0.142)	0.134 * (0.0921)
Administrateurs salariés	0.000169 (0.00341)	0.0150 * (0.00335)	0.00898 * (0.00541)
Structure duale	0.0383 *** (0.0142)	-0.0274 * (0.0158)	0.0917 *** (0.0248)
Administrateurs indépendants	0.102 (0.180)	0.116 (0.215)	0.0606 (0.313)
Administratrices	0.00540 (0.00295)	-0.00509 (0.00350)	0.00264 (0.00547)
Actifs	0.372 *** (0.0923)	-0.267 ** (0.106)	0.944 *** (0.127)
Chiffre affaires	0.000044 (0.00038)	-0.00026 (0.00045)	-0.00029 (0.00075)
EBITDA	-0.00035 (0.0004)	-0.0008 ** (0.00038)	0.000131 * (0.00072)
Endettement	0.000907 (0.000797)	0.000368 (0.000982)	0.000841 (0.00155)
Durée présence Bourse	0.00162 (0.00595)	-0.0280 (0.0247)	0.0700 *** (0.0146)
Secteur d'activité	0.382 *** (0.0998)	-0.224 (0.173)	0.158 (0.355)
Constante	1.118 (11.56)	65.54 (49.85)	-147.7 * (29.60)
AR(1)	-1.71 (p=0.00)	-1.61 (p=0.00)	-1.82 (p=0.00)
AR(2)	0.72 (p=0.33)	0.82 (p=0.26)	0.86 (p=0.25)
Sargan	0.99	0.99	0.99
Nombre d'observations	1 105	1 105	1 105
Nombre d'entreprises	85	85	85

* avec décalage d'un an.

Note : *** significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %. Écarts-types entre parenthèses.