



**HAL**  
open science

# L'implication et la valorisation du capital humain comme facteur de performance et d'avantage concurrentiel des entreprises

Siessima Djibril Toe

► **To cite this version:**

Siessima Djibril Toe. L'implication et la valorisation du capital humain comme facteur de performance et d'avantage concurrentiel des entreprises. Gestion et management. CleRMA - Clermont Recherche Management, 2018. Français. NNT: . tel-03623319

**HAL Id: tel-03623319**

**<https://uca.hal.science/tel-03623319>**

Submitted on 29 Mar 2022

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Université Clermont Auvergne

Ecole Universitaire de Management de Clermont-Ferrand

Ecole Doctorale des Sciences Economiques, Juridiques, Politiques et de Gestion (ED 245)

Centre de Recherche Clermontois en Gestion et Management (CRCGM)

# **L'implication et la valorisation du capital humain comme facteur de performance et d'avantage concurrentiel des entreprises**

Thèse Nouveau Régime

Présentée et soutenue publiquement le 13 Novembre 2018

Pour l'obtention du titre de Docteur ès Sciences de Gestion

Par :

**Siessima Djibril TOE**

Sous la direction de :

Professeur associé Xavier HOLLANDTS & Professeur Bertrand VALIORGUE

Membres du Jury :

Rapporteurs:	Nicolas AUBERT	Professeur, Université Aix-Marseille (IAE)
	Cécile CEZANNE	Maître de Conférences-HDR, Université de Nice-Sophia
Suffragants:	Véronique BESSIERE	Professeur, Université de Montpellier – IAE
	Celine BONESTEBO	Responsable GRH, Crédit Agricole Centre France
Directeurs :	Xavier HOLLANDTS	Professeur associé, Kedge Business School & CRCGM
	Bertrand VALIORGUE	Professeur, Université Clermont Auvergne & CRCGM

*L'Université Clermont Auvergne n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans la thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

# Dédicaces

*A ma chère et tendre mère, toi qui a toujours cru en moi, cette victoire est aussi la tienne*

*« Merci, merci pour tout ce que tu fis pour moi,*

*Ton fils si loin, si près de toi <sup>1</sup> »*

---

<sup>1</sup> Extrait du poème « A ma mère » de Camara Laye

# Remerciements

Plusieurs personnes m'ont accompagné tout au long de ce travail doctoral et je tiens ici à leur exprimer ma profonde gratitude. Je tiens en premier lieu, à exprimer ma profonde reconnaissance aux professeurs Xavier Hollandts et Bertrand Valiorgue, mes directeurs de thèse. Tout d'abord, je les remercie de la confiance qu'ils m'ont accordée et de leur implication déterminante à la mise en œuvre du dispositif CIFRE. Ensuite, je les remercie de leur bienveillance, de leur disponibilité et de leurs conseils avisés qui ont permis l'aboutissement de ce travail de recherche. Enfin, je les remercie de m'associer aux travaux enrichissants et passionnants de la Chaire Alter-Gouvernance dont ils sont les directeurs.

Je voudrais également adresser mes remerciements à Monsieur Nicolas Aubert (Professeur à l'Université Aix-Marseille) et à Madame Cécile Cezanne (Maître de Conférences-HDR à l'Université de Nice-Sophia), les rapporteurs de cette thèse, ainsi qu'à Madame Véronique Bessiere (Professeur à l'Université de Montpellier) et à Madame Celine Bonestebe (Responsable RH au CACF) qui me font l'honneur d'accepter d'évaluer ce travail et de participer à ce jury.

Cette thèse a bénéficié d'un financement CIFRE. A ce titre, je souhaite exprimer toute ma reconnaissance à Monsieur Jean Marie Laval, Directeur des ressources humaines du Crédit Agricole Centre France, de m'avoir accueilli dans son service et de m'avoir offert un environnement de travail particulièrement favorable. Je tiens également à exprimer toute ma gratitude à Messieurs Florent Rochette et Bernard De Sury pour leur implication dans la collecte des données et à Mesdames Anne - Claire Blüm et Sylvie Bruchet-Chanet pour leur disponibilité lors des démarches juridiques, administratives et d'ordre logistique.

Ma gratitude va ensuite à tous les membres du CRCGM et en particulier les chercheurs de la thématique « FIRE » pour leurs remarques, suggestions et encouragements qui m'ont guidé et soutenu lors des différentes étapes qui ont jalonné ce travail doctoral. Je souhaite témoigner

également ma gratitude à tous les doctorants du laboratoire que j'ai eu le plaisir de côtoyer au cours de ces quatre années: merci à Amsatou, Camille, Duy, Ibtissem, Isabelle, Julie, Laetitia, Mathieu, Saddek, Sanaa, Shazia, Valeriia, Vipin, Yao.

Enfin, mes pensées vont à ma famille et à tous mes amis particulièrement à Axelle, Jaurès, Bibata, Brahima, Hippolyte, Inna, Jeannot, Marie-Christine, Patrick, Pierre Emmanuel.



# Résumé

Depuis les travaux précurseurs de Gary Becker et de Théodore Schultz dans les années 1960, le concept de capital humain suscite encore aujourd'hui beaucoup d'intérêt dans la recherche académique. Il est largement entendu que le capital humain est une source de création de valeur pour les individus, les entreprises et les sociétés. Au niveau de l'entreprise, le concept de capital humain traite à la fois des questions liées à la production interne et à celles relatives à la gouvernance des entreprises. L'objectif de ce travail doctoral est d'analyser l'implication et la valorisation du capital humain comme facteur de performance et d'avantage concurrentiel des entreprises. Pour ce faire, nous développons deux dimensions essentielles qui constituent les deux parties de ce travail doctoral.

Dans la première partie, nous examinons les effets de la valorisation du capital humain dans la performance et l'avantage concurrentiel dans le secteur bancaire. Le chapitre 1 présente les différents enjeux stratégiques du capital humain dans le secteur bancaire et fait une revue de littérature empirique sur la mesure du capital humain. Le chapitre 2 propose une mesure du capital humain spécifique et étudie son impact sur la performance/compétitivité des agences d'une banque régionale. Les résultats économétriques mettent en évidence un impact positif et significatif du capital humain spécifique sur la performance individuelle (salariés) et collective (agences bancaires) ainsi que sur l'avantage concurrentiel des agences.

Dans la deuxième partie, nous nous intéressons à la protection et la durabilité du capital humain via les mécanismes d'épargne salariale déployés dans les entreprises. Le chapitre 3 analyse le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance dans la mise en place et la progression des mécanismes d'actionnariat salarié au sein d'un échantillon d'entreprises françaises cotées sur la période 2000-2014. Les résultats ont mis en évidence que les entreprises intensives en capital humain avaient une probabilité plus élevée de mettre en place un

mécanisme d'actionnariat salarié. Les résultats ont également montré l'impact de certains facteurs de gouvernance liés notamment à l'enracinement des dirigeants comme déterminants du niveau d'actionnariat salarié. Le chapitre 4 a analysé l'impact d'un actionnariat salarié « significatif » c'est-à-dire l'incidence d'une présence majeure voire majoritaire des salariés dans le capital. Les résultats économétriques ont mis en évidence un effet négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance économique des entreprises ; cet effet est renforcé par la présence d'administrateurs salariés dans les instances de gouvernance.

**Mots clés:** Capital humain, Capital humain spécifique, Actionnariat salarié, Théorie de la firme, Gouvernance d'entreprise, Performance, Avantages concurrentiels, Secteur bancaire

# Abstract

Since the seminal work of Gary Becker and Theodore Schultz in the 1960s, the concept of human capital is still of great interest in academia. It is widely held that human capital is a source of value creation for individuals, firms and nations. At firm level, the concept of human capital deals with both internal production issues and those related to corporate governance. The aim of this thesis is to analyze the involvement of human capital on corporate performance and competitive advantage. We develop two essential dimensions that constitute the two parts of this thesis.

In the first part, we examine the effects of human capital involvement on performance and competitive advantage in the banking sector. The chapter 1 examines the strategic challenges of human capital in the banking sector and reviews the empirical literature on the measurement of human capital. The chapter 2 suggests a measure of specific human capital and tests its impact on the performance and competitiveness of a regional bank branches. The results highlight a positive and significant impact of the specific human capital at individual level and at branch level as well as on the competitive advantage of branches.

In the second part, we focus on employee ownership as mechanism by which the firm-specific human capital development process can be stimulated and protected. The chapter 3 analyzes the role of human capital intensity and governance factors in the implementation and progression of employee ownership in a sample of French companies listed over the period 2000-2014. The results showed that firms that are intensive in human capital have a higher probability of the implementation of employee ownership scheme. The results also showed the impact of governance factors, in particular, related to entrenchment mechanism on the development of employee ownership. The chapter 4 analyzed the impact of "significant" employee ownership, i.e. the impact of major number of employee presence in the capital. The econometric results revealed a negative effect of significant employee ownership on the

economic performance of companies; this effect is reinforced by the presence of employee directors in the board.

**Keywords:** Human capital, Employee ownership, Theory of the firm, Corporate governance, Corporate performance, Competitive advantage, Banking industry

# Sommaire

Dédicaces .....	3
Remerciements.....	4
Résumé .....	7
Abstract .....	9
Sommaire.....	11
<b>Introduction générale.....</b>	<b>12</b>
<b>Première partie : L'implication et la valorisation du capital humain dans le secteur bancaire .....</b>	<b>36</b>
Chapitre 1 : L'implication et la valorisation du capital humain comme facteur de compétitivité dans les banques : vers une mesure du capital humain spécifique .....	37
Chapitre 2 : Capital humain spécifique et performance: étude empirique dans une banque régionale .....	47
<b>Deuxième partie : L'implication du capital humain dans la gouvernance et la performance via le mécanisme d'actionnariat salarié.....</b>	<b>87</b>
Chapitre 3 : Etude empirique sur les déterminants de l'actionnariat salarié sur le SBF 120 (2000-2014) : le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance.....	88
Chapitre 4 : La « face cachée » de l'actionnariat salarié : étude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014) .....	118
<b>Conclusion générale.....</b>	<b>150</b>
<b>Liste des figures.....</b>	<b>161</b>
<b>Liste des tableaux.....</b>	<b>162</b>
<b>Liste des abréviations .....</b>	<b>163</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>164</b>

## Introduction générale

Bill Gates a dit *“Take our 20 best people away, and I will tell you that Microsoft will become an unimportant company.”*(Gates, 1998; P.42). Cette citation du milliardaire qui a fondé l'une des plus puissantes entreprises contemporaines témoigne de l'importance qu'a le capital humain dans le succès (ou dans la faillite) des entreprises. Aujourd'hui, le succès retentissant des GAFAs<sup>2</sup> est souvent présenté comme étant en grande partie le résultat de la mobilisation et de la gestion de leur capital humain (Pfeffer, 1994, 2005). Le rythme rapide de l'innovation et la concurrence de plus en plus exacerbée obligent les entreprises à se doter continuellement d'un capital humain compétitif si elles veulent rester dans la course (D'Aveni, Dagnino et Smith, 2010). L'importance du capital humain dans le succès des organisations est reconnue par tous : les praticiens de l'entreprise, les consultants, les gouvernements et les chercheurs (Chamak et Fromage, 2006). Les distinctions liées à la gestion de cet actif qu'est le capital humain sont devenues légions et mobilisent toujours plus d'attention. En France, on peut citer les Trophées du capital humain<sup>3</sup> et les Victoires des leaders du capital humain<sup>4</sup> ; aux Etats-Unis le « Top 125 Training Award <sup>5</sup>» qui récompense les entreprises pour leurs bonnes pratiques en matière de gestion de capital humain. Le concept de capital humain intéresse également les chercheurs issus de plusieurs disciplines qui l'ont largement mobilisé.

C'est dans les années 1960 que le concept de capital humain s'est développé avec les travaux pionniers de deux économistes américains : Théodore Schultz (1961) et Gary Becker (1962).

---

<sup>2</sup> Acronyme formé par la lettre initiale des quatre entreprises Google, Apple, Facebook et Amazon qualifiées de « géants du Web » pour leur envergure internationale en termes d'utilisateurs et de stockage des données.

<sup>3</sup> Les Trophées du capital humain a été créé en 2009 par le cabinet de recrutement Michael Page et Le Monde. Il est destiné à mettre en valeur des initiatives des entreprises du CAC 40 en matière de gestion des ressources humaines.

<sup>4</sup> Les Victoires des leaders du Capital Humain est un événement organisé par Leaders League, l'éditeur du magazine Décideurs depuis 2014 et se veut être un cadre de réflexion et d'échange sur les problématiques de gestion du capital humain.

<sup>5</sup> Le Top 125 Training a été créé en 2011 par Training magazine. Il récompense les entreprises cotées qui excellent dans leur politique de formation et de gestion de leur capital humain.

C'est Schultz qui l'exprime la première fois en ces termes : « *Alors qu'il apparaît évident que les individus acquièrent des savoir-faire et des savoirs utiles, il n'est pas si évident que ces savoir-faire et savoirs constituent une forme de capital [et] que ce capital soit pour une part substantielle le produit d'un investissement délibéré* » (1961, P1). Le concept se précise davantage avec les travaux de Becker qui désigne les montants alloués par les individus à l'éducation, à la formation et à l'acquisition d'une expérience professionnelle comme étant du capital au même titre que le capital physique et le capital financier (Becker, 1962; P.9). Comme tout investissement, le capital humain peut s'accumuler ou se détériorer et doit procurer un bénéfice à ces détenteurs. Becker applique l'analyse microéconomique principalement à la question de l'éducation et montre que les dépenses que les individus consentent dans leur éducation (frais de scolarité, matériel, etc.) sont rentables car elles génèrent un surcroît de revenus du travail sur le restant de la vie active supérieur aux coûts de l'investissement. Depuis l'analyse microéconomique de Becker, le concept de capital humain a été largement mobilisé par plusieurs champs de recherche (macroéconomie, entrepreneuriat, ressources humaines, économie industrielle, psychologie, économie du travail, et stratégie).

Au niveau des sciences de gestion, le concept de capital humain a été largement mobilisé en gestion des ressources humaines et en stratégie. L'implication du capital humain dans les entreprises trouve ses fondements d'une part dans la théorie des ressources (« *Resource based view - RBV* » en anglais) qui s'intéresse à l'organisation de la production interne (Amit et Schoemaker, 1993; Barney, 1991; Coff, 1999; Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984) et d'autre part dans le courant contemporain dénommé *Team Production* qui puisent ses racines dans la nouvelle théorie des droits de propriété – NTDP et qui apporte un éclairage sur l'organisation interne et la gouvernance des entreprises (Blair, 1996, 1999; Hollandts et Valiorgue, 2018; Rajan et Zingales, 1998, 2000). Selon la RBV, l'avantage concurrentiel des entreprises est tributaire de leur capacité à développer et entretenir des ressources « valorisables », rares et difficiles à imiter ; des caractéristiques que possède le capital humain. En effet, depuis quelques

décennies, les activités productives reposent essentiellement sur le capital humain (Burton-Jones et Spender, 2011; Myers, 1999). Aujourd'hui, le capital financier n'est plus une ressource rare car il est abondant et bon marché déplaçant ainsi la stratégie des entreprises vers le développement de leur capital humain, ressource par nature intangible, inaliénable et difficilement imitable (Cézanne, Krafft, et Saglietto, 2018; Cézanne-Sintès, 2008a; Harding, Harris, et Mankins, 2018). Par ailleurs, cette importance grandissante du capital humain dans la production interne bouleverse la nature de la firme, ses frontières et sa gouvernance interne (Blair, 2003; Blair et Stout, 1999; Cézanne et al., 2018; Cézanne-Sintès, 2008a; Chassagnon et Hollandts, 2014; Veldman et Willmott, 2017). Mais si l'importance du capital humain dans le processus de création des entreprises est largement postulée dans la littérature, il demeure encore aujourd'hui des zones d'ombre dans le mécanisme par lequel le capital humain devient une ressource stratégique capable d'améliorer la performance et l'avantage concurrentiel et comment cela affecte la gouvernance des entreprises (Burton-Jones et Spender, 2011; Nyberg et Wright, 2015).

La recherche sur le capital humain dans l'entreprise demeure complexe et continue à ce jour de susciter l'attention au niveau des chercheurs, des praticiens de l'entreprise et des pouvoirs publics. Ce travail doctoral vise à contribuer à la recherche sur l'implication du capital humain dans la performance, l'avantage concurrentiel et la gouvernance des entreprises. Notre travail doctoral s'intéresse à deux dimensions essentielles. D'une part, la valorisation du capital humain. Nous examinons les effets de la valorisation du capital humain (en proposant à cette occasion une nouvelle mesure) dans la performance d'une banque coopérative. Le secteur bancaire est un terrain d'étude particulièrement intéressant dans la mesure où il appartient au secteur des services dont la création de valeur dépend directement des compétences de la ressource humaine (Delery et Doty, 1996; Frank et Obloj, 2014; Guéry, 2011; Lhomme et Robert de Massy, 2011; Reed, Srinivasan, et Doty, 2009). D'autre part, la question de la durabilité du capital humain est aussi essentielle car elle conditionne la performance durable

des entreprises. Nous nous intéressons à la protection et la durabilité du capital humain via les mécanismes d'épargne salariale déployés dans les entreprises.

Dans ce chapitre introductif, le concept du capital humain sera tout d'abord abordé (1), ainsi que la place qu'occupe le capital humain dans la théorie de la firme (2), ensuite nous déroulons les questions de recherche (3) avant d'évoquer les terrains de la recherche et la structure de la thèse (5).

## **1. Le concept de capital humain**

### **a. Généalogie et contours du concept**

Le concept de capital humain a émergé dans les années 1960 avec les travaux de Schultz et Becker. Cependant, bien avant ces auteurs l'idée de l'importance du facteur travail et des compétences comme éléments essentiels et concurrentiels est beaucoup plus ancienne et peut remonter à Adam Smith et même avant ce dernier (Rojot, 2005). En effet, Kiker, (1966) attribue les débuts du concept aux travaux de William Petty en 1691 pour qui le travail est « le père de la richesse » et doit être intégré dans l'estimation de la richesse nationale. A la suite de Petty, William Farr en 1853 va tenter d'évaluer monétairement la « valeur de l'humain » comme étant la valeur actualisée nette des revenus futurs d'un individu. Cette mesure donnera des idées plus tard à Theodore Wittstein en 1867 qui suggère que celle-ci soit utilisée pour déterminer les indemnités dans l'évaluation de la perte d'une vie humaine notamment dans le domaine des assurances.

D'autres chercheurs ont aussi contribué à la construction du concept de capital humain parmi lesquels on peut citer Adam Smith (1776) qui dans son ouvrage intitulé « La richesse des nations<sup>6</sup> » s'interroge sur la différence des salaires et soutient que l'amélioration des compétences des salariés contribuent à la création de richesse des nations. Les travaux de Jean

---

<sup>6</sup> Connu également sous le titre de La recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations

Baptiste Say (1821), John Stuart Mill (1909), William Roscher (1878) Bagehot, Engel (1883), Fisher (1897) et Henry Sidgwick (1901) ont également contribué de diverses manières à l'émergence du concept de capital humain en mettant le facteur humain au centre de la création de valeur. Cependant, bien que ces chercheurs aient eu l'intuition que le facteur travail peut engendrer une efficacité économique plus grande, celui-ci n'est analysé qu'en tant que simple facteur de production et le terme capital humain ne lui a pas été directement associé d'autant plus que ce type de capital a des caractéristiques particulières : il est détenu par des individus qui ne peuvent eux-mêmes être vendus.

Il a fallu attendre les années 1960 pour que le terme capital soit associé au facteur humain avec les travaux de Schultz (1961) qui l'exprime la première fois en ces termes « *Bien qu'il paraisse évident que l'on acquiert des compétences et des savoirs utiles, on ne semble pas très souvent accepter cette évidence que ces compétences et savoirs utiles sont une forme de capital et que ce capital est, pour une part substantielle, le résultat d'un investissement délibéré* » (1961 ; P.1). Le concept se précise davantage avec les travaux de Becker (1962)<sup>7</sup>, qui dans la continuité de Schultz, utilise le terme de capital pour désigner les compétences, les expériences et les talents d'un individu pouvant faire l'objet d'un investissement. Le capital humain peut s'acquérir par l'éducation et la formation initiale, se préserver et se développer par la formation professionnelle et procure des bénéfices à ces détenteurs (salaires plus élevés, employabilité) résultant de l'augmentation de la productivité. Le concept de capital humain a été largement repris dans plusieurs domaines de la littérature notamment en microéconomie, macroéconomie, psychologie, entrepreneuriat, gestion (stratégique) des ressources humaines, économie industrielle, économie du travail et en stratégie (Nyberg et Wright, 2015).

---

<sup>7</sup> Gary Becker (1930-2014) est un économiste connu pour ses travaux de vulgarisation de l'analyse micro-économique à de nombreux comportements humains. Il a reçu en 1992 le prix Nobel d'Economie pour son apport à la construction de la théorie du capital humain

Au niveau macroéconomique, le capital humain est perçu comme un facteur clé de la croissance et du développement des pays. Cette approche connue sous le nom de théorie de la croissance endogène stipule que le comportement des agents qui accumulent et véhiculent des savoirs est source d'innovation technologique donc créateur de valeur et de compétitivité (Barro, 2001; Lucas, 1988; Romer, 1989). Mankiw, Romer, et Weil, (1992) montrent que les différences de capital humain entre pays permettent d'expliquer une grande partie de leurs écarts en termes de croissance économique. A cela, il faut ajouter l'avènement de l'économie de la connaissance qui correspond dans chaque pays, au secteur d'activités de production et de service fondées sur des activités intensives en connaissances (Foray, 2010). Cette économie est intensive en capital humain et fonde son développement sur la capacité des individus à développer en continu leurs savoir-faire et leurs connaissances. L'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Economique) soutient que le capital humain « *constitue un bien immatériel qui peut faire progresser ou soutenir la productivité, l'innovation et l'employabilité* » (OCDE, 1998). Au niveau de la microéconomie, le concept de capital humain a beaucoup été utilisé notamment en économie du travail. Parmi cette littérature on peut citer les travaux de Mincer (1974) qui a montré que des niveaux élevés d'éducation sont le plus souvent associés à des salaires plus élevés mais aussi à des risques plus faibles de chômage (Guillard et Roussel, 2010). Le concept de capital humain a enfin rencontré un fort succès en gestion notamment dans le champ de la gestion (stratégique) des ressources humaines et de la stratégie (Huselid, 1995; Kor et Leblebici, 2005; Ployhart et al., 2014; Wright, Coff, et Moliterno, 2014). Avant de revenir sur le concept dans l'entreprise, donnons quelques définitions du concept.

### **b. Définition du capital humain**

Le concept de capital humain est très large et comporte plusieurs facettes. Nous présentons quelques-unes des définitions du capital humain rencontrées dans la littérature dans le tableau

ci-dessous. Cette liste loin d'être exhaustive donne un aperçu des définitions dans différentes disciplines et des niveaux d'analyse.

**Tableau 1 : Présentation de quelques définitions du capital humain**

<b>Article</b>	<b>Définition</b>	<b>Discipline</b>
(Becker, 2002)	« Le capital humain se réfère aux connaissances, informations, idées, compétences et à la santé des individus. »	Economie
(OCDE, 2001; P.)	« L'ensemble des connaissances, qualifications, compétences et caractéristiques individuelles qui facilitent la création du bien-être personnel, social et économique »	Economie
(Fuente et al., 2003)	« Connaissances et compétences possédées par les individus et accumulées au cours de la scolarité, de la formation et des expériences et qui sont utiles pour la production de biens, de services et de connaissances nouvelles »	Economie
(Ployhart Moliterno, 2011)	« Une ressource créée au niveau de l'organisation à partir de l'émergence des connaissances, des compétences, des capacités et d'autres caractéristiques des individus (KSAO).»	Stratégie/psychologie
(Kor et Leblebici, 2005)	« Les ressources humaines stratégiques des entreprises telles que les professionnels avec leurs connaissances spécialisées et expertises »	Stratégie
(Wright et McMahan, 2011)	« Au niveau de l'organisation, le capital humain peut se référer à l'agrégation du capital humain individuel qui peut être combiné de manière à créer de la valeur »	Gestion stratégique des ressources humaines (GSRH)
(Kaplan et Norton, 2004)	« Les compétences, les talents et les connaissances que possèdent les employés de l'entreprise »	Gestion stratégique des ressources humaines (GSRH)
(Youndt et Snell, 2004)	« Le capital humain fait simplement référence aux connaissances, compétences et expertises individuelles des employés »	Gestion stratégique des ressources humaines (GSRH)

Source : Construction de l'auteur en s'inspirant de l'article de (Ployhart et al., 2014)

Comme on peut le constater, la définition du capital humain est très large. Dans certains contextes, le capital humain pourrait inclure uniquement l'éducation formelle alors que dans d'autres circonstances, elle peut englober un ensemble d'investissements susceptibles d'influencer le bien-être et la productivité des personnes, des entreprises et des nations (Mincer, 1996; Teixeira, 2002). Certains éléments reviennent très souvent dans la définition du concept de capital humain. On retrouve notamment la notion de connaissances qui peut être définie comme la combinaison d'informations et des caractéristiques idiosyncratiques des

individus telles que leurs expériences, leurs valeurs et leurs perceptions (Smolnik, Kremer et Kolbe, 2005). Il ressort également de ces définitions la notion de compétences qui sont accumulées tout au long de la scolarité, au cours des diverses formations suivies et à l'occasion des expériences vécues. Fuente et al., (2003) distinguent trois composantes clés. Tout d'abord, les compétences générales relatives à l'alphabétisation et aux notions de calcul de base et, plus largement, à la capacité de traiter l'information et de l'utiliser pour la résolution de problèmes et l'apprentissage. Ensuite, les compétences spécifiques sont celles qui sont liées au fonctionnement de technologies ou de processus de production particuliers. Et enfin, les connaissances techniques et scientifiques qui renvoient à la maîtrise de masses organisées de connaissances et de techniques analytiques spécifiques qui peuvent être importantes pour la production ou le progrès technologique, comme la physique, l'architecture ou les principes ou la conception logique de circuits.

Pour finir, on décèle trois niveaux d'impact du capital humain : la société, l'organisation et l'individu (Kwon, 2009). L'angle choisi dans le cadre de cette recherche doctorale est celui de l'implication du capital humain dans l'organisation (entreprise). Ainsi, dans le reste de ce travail doctoral, nous nous appuyerons principalement sur la définition de Ployhart et Moliterno (2011) : « **Une ressource créée au niveau de l'organisation à partir de l'émergence des connaissances, des compétences, des capacités et d'autres caractéristiques des individus (knowledge, skills, abilities and other characteristics-KSAO)** ».

## **2. Théorie de la firme, capital humain et gouvernance d'entreprise**

La théorie économique néoclassique a pendant longtemps considéré l'entreprise comme une « *boîte noire* », c'est-à-dire réduite à une simple fonction de production (Favereau, 1989; Gomez, 1996; Hollandts et Valiorgue, 2018). L'entrepreneur doté d'une rationalité parfaite définit le niveau d'input afin d'obtenir le niveau d'output qui maximise (minimise) son profit (ses coûts). Cette approche bien qu'elle permette d'évaluer la production en terme de variation des inputs

et des outputs, présente un certain nombre de limites dans la mesure où elle considère les individus comme des automates et ne tient pas compte de la structure interne de la firme et des interactions en son sein (Cyert et March, 1963; March et Simon, 1979).

Il a fallu attendre les années 1960, avec les travaux de Coase (1937) intitulé «*la nature de la firme*» pour voir émerger ce qu'on appellera la théorie économique de la firme moderne et marquer le point de départ de la conception de la vision contractuelle de la firme (Coriat et Weinstein, 2010). De ces théories dites contractuelles de la firme, la théorie de l'agence sera la plus dominante comme le souligne Coriat et Weinstein, (2010 ; P.57) «*De Coase à Williamson en passant par Alchian et Demsetz et les théoriciens des droits de propriété, la conceptualisation contractuelle, dont la théorie de l'agence reste l'expression la plus influente, se présente aujourd'hui comme la nouvelle orthodoxie.*» En effet, la théorie de l'agence cristallisera la gouvernance autour de la relation conflictuelle entre les dirigeants et les actionnaires rendu visible par l'ouvrage majeur de Berle et Means en 1932 sur la séparation entre la propriété et le contrôle de la firme (Berle et Means, 1932; Hollandts et Valiorgue, 2018; Magnan de Bornier, 1987; Segrestin, 2011). Les actionnaires qui sont les propriétaires de la firme délèguent leur « pouvoir » aux dirigeants afin qu'ils dirigent l'entreprise. Les théories vont alors proposer et analyser les mécanismes permettant d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires considérés comme « les propriétaires » de la firme (Charreaux, 1991; Fama et Jensen, 1983; Jensen et Meckling, 1976). Depuis quelques années, cette vision qui accorde une domination hégémonique des actionnaires comme seules propriétaires de l'entreprise est remise en cause dans la littérature (Chassagnon et Hollandts, 2014, Segrestin, 2011).

Contrairement à la vision contractuelle de la firme, différentes théories alternatives de la firme considèrent l'entreprise comme « un nœud d'investissement spécifiques » (Blair et Stout, 1999) ou comme une collection de « ressources » - *Resource-Based View* (Barney, 1991; Penrose,

1959; Teece, 1986; Wernerfelt, 1984). Ces théories accordent une place majeure à l'importance du capital humain dans la performance et la gouvernance de entreprises.

**a. La vision de la firme fondée sur les ressources : Resource-Based View (RBV)**

La théorie des ressources cherche à analyser le processus de création de la valeur et sa soutenabilité et s'inscrit ainsi dans la théorie de la firme qui entend étudier sa nature, ses frontières et l'organisation interne de la production (Cézanne-Sintès, 2008b; Garrouste et Saussier, 2004). On retrouve à l'origine de cette théorie les travaux précurseurs d'Edith Penrose pour qui la firme est une « ... *collection of productive resources* » (Penrose, 1959: P.24). La firme est un lieu d'accumulation des ressources tangibles et intangibles qui peuvent être mobilisés pour l'accomplissement de ses objectifs et l'amélioration de ses performances (Amit et Schoemaker, 1993; Coriat et Weinstein, 2010; Wernerfelt, 1984). Les théoriciens de la RBV soutiennent que les ressources « valorisables », rares, difficilement inimitables et non substituables sont sources de création de valeur et d'avantage concurrentiel pour les organisations qui les possèdent et les développent (Barney, 1991; Barney et Wright, 1998). Une ressource est « valorisable » lorsqu'elle est liée directement aux objectifs et à la stratégie de l'organisation en contribuant à minimiser les coûts ou maximiser les profits (Barney et Wright, 1998). Le caractère rare désigne la difficulté à se procurer la ressource sur le marché des facteurs. Lorsque la ressource est inimitable (ou difficilement), les concurrents ne peuvent la copier et cela assure à la firme un avantage concurrentiel durable (Ployhart, Iddekinge, et MacKenzie, 2011). Enfin, la ressource est non substituable lorsqu'il n'existe pas de stratégie équivalente pour la remplacer. Cette théorie va mettre au centre de l'analyse l'importance des ressources intangibles et en particulier le rôle majeur du capital humain dans la création d'avantages concurrentiels durables. En effet, les auteurs de la théorie soutiennent que le capital humain par sa nature est une ressource non seulement « valorisable », rare, non substituable et surtout difficile à imiter par les concurrents. Bien plus que les ressources

physiques, technologiques et financières, le capital humain peut générer une plus grande création de valeur au regard principalement de son caractère inimitable. En effet, les autres sources de compétitivité étant devenues plus abondantes et faciles à imiter, on assiste à l'importance croissante du capital humain et de sa gestion comme facteur de différenciation des organisations (Barney, 1991; Coff, 1997, 1999; Peteraf, 1993; Pfeffer, 2005). Selon Harding et al., (2018) de nos jours « *toute entreprise raisonnablement bénéficiaire obtient facilement les fonds nécessaires pour acheter de nouveaux équipements, financer le développement d'un nouveau produit, l'entrée sur de nouveaux marchés, voire acquérir de nouvelles activités* ». Les auteurs soutiennent qu'à l'ère du capital financier « *surabondant* » les sources de croissance que recherchent désespérément les entreprises sont les ressources rares constituées essentiellement des « *compétences et capacités nécessaires pour traduire les bonnes idées de croissance en nouveaux produits, services et activités florissantes* ». Dès lors, développer et fidéliser le capital humain devient un enjeu hautement stratégique pour les entreprises.

La théorie des ressources a donné naissance à une abondante littérature empirique qui a tenté de saisir la relation entre le capital humain et la performance des entreprises. Dans la littérature récente, on retrouve la méta-analyse réalisée par Crook et al., (2011) sur le lien entre capital humain et performance des entreprises. Les auteurs examinent soixante-six (66) études qui analysent la relation entre capital humain et performance des entreprises. Leurs résultats ont montré que le capital humain est positivement lié à la performance, et que l'impact est plus fort lorsque le capital humain est spécifique à la firme corroborant ainsi la théorie des ressources. On retrouve dans cette littérature abondante, plusieurs études qui se sont penchées sur l'impact des pratiques de gestion des ressources humaines qualifiées de « *best practices* » sur la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises. Ces bonnes pratiques concernent entre autres la formation, la sélection, l'évaluation ou encore la participation des salariés aux résultats de l'entreprise et sont censées avoir amélioré la productivité individuelle et conduire ainsi à une meilleure performance des entreprises

(Arthur, 1994; Ferrary, 2010; Huselid, 1995; Pfeffer, 2005). Bernstein et Beeferman, (2015) ont recensé les études qui se sont intéressées au lien entre les pratiques de ressources humaines (RH) et comme on peut l'observer dans le tableau ci-dessous, la majorité des articles concluent à un effet positif des pratiques RH sur la performance des entreprises alors qu'une seule étude a trouvé une relation négative.

**Tableau 2: Etudes sur le lien entre pratiques RH et performance des entreprises (tirée de Bernstein et Beeferman, 2015)**

Topic	Financial Effect			
	Positive	Mixed	None	Negative
Training (36 Studies)	22	8	5	1
HR Policy (56 Studies)	45	9	2	0
Total Number of Studies	67	17	7	1

Les auteurs ont effectué ce recensement en 2013 et ont retenus 92 articles qui étudient empiriquement le lien entre la formation ou plus généralement les pratiques RH et la performance des entreprises.

Il existe une autre littérature qui s'est construite autour du concept de spécificité du capital humain développé par Becker (1962). En effet, Becker a distingué le capital humain générique et le capital humain spécifique<sup>8</sup>. Le capital humain générique est par définition transférable d'une entreprise à une autre et comprend les connaissances générales que possèdent les individus. Ces connaissances générales peuvent être définies comme les connaissances scientifiques, technologiques et le patrimoine culturel potentiellement accessible à tous (Aghion et al., 1998). En économie du travail, le capital humain générique a été traditionnellement utilisé pour désigner l'éducation, les connaissances, et les compétences (acquises par l'éducation formelle) qui peuvent servir dans des contextes et entreprises différentes (Ployhart et al., 2011). En revanche le capital humain spécifique correspond à des compétences et des connaissances qui ne sont maîtrisées et utiles que pour une entreprise

<sup>8</sup> Dans la littérature on peut également trouver les distinctions suivantes : capital humain générique, capital humain spécifique à la tâche et capital humain spécifique à la firme (Gibbons et Waldman, 2004; Hatch et Dyer, 2004)

donnée. Il est « *créé et possédé par les employés qui accumulent suffisamment de temps dans l'entreprise pour acquérir des expériences d'apprentissage significatives et des interactions avec les ressources uniques de l'entreprise* »(Mahoney et Kor, 2015: P297). Ainsi, grâce à la formation et à l'expérience acquise dans l'entreprise, les employés développent des connaissances et compétences sur leur métier, l'interaction avec les autres employés et des clients de telle sorte que ces connaissances accumulées deviennent de plus en plus implicites (Grant, 1996; Ployhart et al., 2011). Au final, le capital humain générique ne peut être considéré comme une source d'avantage concurrentiel durable car bien qu'il soit valorisable et rare, il demeure de par sa spécificité imitable et substituable<sup>9</sup> (Barney et Wright, 1998; Ployhart et al., 2011) contrairement au capital humain spécifique. Le capital humain spécifique peut donc devenir une ressource stratégique capable d'améliorer la performance et de créer un avantage concurrentiel pour les entreprises.

L'importance du capital humain dans la performance et l'avantage concurrentiel va bouleverser également la théorie de la firme et plusieurs chercheurs vont chercher à repenser la définition et la gouvernance d'entreprise (Blair, 2003; Cézanne-Sintès, 2008a; Chassagnon et Hollandts, 2014; Ferrero, Bessière et Stéphany, 2017).

#### **b. Capital humain et gouvernance des entreprises : l'approche de la team production**

Depuis quelques années, plusieurs chercheurs critiquent le modèle de gouvernance actionnariale qui est le courant dominant proposé par la théorie de l'agence (Gomez, 1996). Ces débats et controverses sont nourris par un ensemble de théories qui orientent la perception, le jugement et l'action des acteurs impliqués directement dans la fabrique de la stratégie des entreprises (Gomez, 2003; Segrestin et Hatchuel, 2011a, 2012; Segrestin et Roger, 2014). Le débat porte essentiellement sur le fait que le modèle de gouvernance actionnariale donne la prééminence aux seuls actionnaires dans la conduite de la firme, dans

---

<sup>9</sup> Cela nécessite néanmoins que le marché du travail fonctionne parfaitement

l'extraction et le partage de la valeur et aussi dans la gouvernance de l'entreprise. Les autres parties prenantes notamment la place accordée aux salariés détenteurs du capital humain reste marginale dans le fonctionnement et la gouvernance. Pour plusieurs auteurs, l'idéologie actionnariale ne correspond pas à la gouvernance de l'entreprise moderne de nos jours en raison principalement de l'importance croissante des ressources critiques et du capital humain en particulier dans le processus de création de valeur (Blair, 1995; Blair et Stout, 1999; Cézanne et al., 2018; Cézanne-Sintès, 2008a; Chassagnon et Hollandts, 2014; Ferrero et al., 2017; Lazonick, 2007, 2014). L'idée sous-jacente est que le gouvernement des entreprises ne concerne plus seulement les relations potentiellement conflictuelles entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise mais doit être élargie aux détenteurs de capital humain spécifique. Cette idée est largement relayée par le courant plus contemporain dénommé *Team Production* qui puisent ses racines dans la nouvelle théorie des droits de propriété – NTDP (Blair et Stout, 1999; Ferrero, Bessière et Stéphany, 2017; Rajan et Zingales, 1998, 2000). En effet, la question de la propriété de la firme et la reconnaissance de l'importance du capital humain entraîne une remise en question de la légitimité des seuls détenteurs du capital financier (actionnaires) à la firme (Chassagnon et Hollandts, 2014). Le courant de la *Team Production* considère la firme comme un nœud d'investissements spécifiques notamment en capital humain (Blair et Stout, 1999; Hollandts et Valiorgue, 2018; Segrestin et Hatchuel, 2011b). La firme est alors conçue comme une combinaison indissociable de capital financier et de capital humain dont certains sont spécifiques à la firme. Cette situation est susceptible de créer des tensions car le *pouvoir* associé à chaque type de capital est différent. Pour Rajan et Zingales, l'entreprise est une collection de ressources critiques partagées, de talents et d'idées à laquelle toutes les personnes ont accès dans la mesure où elles possèdent et développent leur capital humain (Ferrero, Bessière et Stéphany, 2017). Ces auteurs font une distinction entre « *propriété* » et « *pouvoir* ». La propriété du capital financier permet d'exclure des individus de l'accès aux actifs physiques et donne le droit de vendre les actifs physiques à un tiers. En revanche, les salariés peuvent

déployer leur pouvoir en travaillant avec les actifs de l'employeur. Ils peuvent, se spécialiser, acquérir des compétences spécifiques, une expertise ou des savoir-faire qui les rendent indispensables dans l'entreprise. Ainsi, « *le capital humain crée un pouvoir d'usage privilégié, non sur l'entreprise comme unité juridique, mais sur ses ressources critiques indispensables et donc sur l'entreprise comme unité économique. Par conséquent, « les droits de propriété (actionnariaux) et les droits d'accès aux ressources se complètent et parfois entrent en compétition pour le pouvoir.* » (Hollandts, 2013). Dès lors, il devient primordial pour l'entreprise d'apprendre à associer capital financier et capital humain (Hollandts et Guedri, 2008). La recherche de cet équilibre peut être fait par le recours à une tierce partie<sup>10</sup> afin d'éviter les abus de pouvoir de part et d'autres et permettre ainsi une coopération efficace dans la firme (Heracleous et Lan, 2012; Lan et Heracleous, 2010). Pour les auteurs de la *Team Production*, le conseil d'administration peut jouer ce rôle de médiateur « afin d'éviter d'éventuelles tentatives de hold-up de la part des détenteurs du capital financier ou de la part des détenteurs du capital humain. Cette vision de la gouvernance des entreprises s'oppose à la théorie standard de l'agence qui limite les conflits d'intérêts à la relation entre les actionnaires et les dirigeants (Hart, 1995; Jensen et Meckling, 1976).

Ainsi, les auteurs de la *Team Production* intègrent dans leur approche la question du capital humain et de sa valorisation et mettent au centre de l'attention la place et le rôle des salariés dans la dynamique des entreprises et de leur gouvernance. Pour ce faire, ils vont associer l'émergence et la diffusion des mécanismes de participation des salariés comme preuve de la volonté de retenir et de fidéliser ces ressources spécifiques que constitue le capital humain spécifique des salariés. (Blair, Kruse et Blasi, 2000; Blair et Stout, 1999; Chassagnon et Hollandts, 2014; Hollandts, 2013).

---

<sup>10</sup> « *Third part ownership* » pour Rajan et Zingales (1998) ou la « *mediating hierarchy* » pour Blair et Stout (1999)

**c. L'actionnariat salarié comme mécanisme de fidélisation du capital humain spécifique**

Le capital financier étant plus accessible (certains évoquent même un capital financier superabondant<sup>11</sup>), le capital humain spécifique se révèle dès lors être une ressource cruciale de la performance et de l'avantage concurrentiel des entreprises (Coff et Raffiee, 2015; Mahoney et Kor, 2015; Wang, He et Mahoney, 2009). Cependant, l'investissement en capital humain spécifique pourrait être menacé au même titre que celui en capital financier. En effet, l'investissement dans le capital humain spécifique est par nature difficile à transférer dans une autre entreprise sans perte de valeur et par conséquent, un éventuel départ occasionnerait une baisse du salaire de l'employé. Osterloh et Frey (2006) soulignent que les employés qui doivent trouver un nouvel emploi perdent, en moyenne, 15% de leur salaire et la perte est encore plus élevée pour ceux ayant une ancienneté plus élevée dans l'entreprise. Les employés pourraient être réticents à l'idée d'investir dans le capital humain spécifique de la firme puisque le capital humain générique est celui qui est récompensé le mieux sur le marché du travail (Campbell, Coff et Kryscynski, 2012; Coff et Raffiee, 2015; Molloy et Barney, 2015). Aussi, il existe un risque lié au coût d'opportunité de l'investissement, ce à quoi les salariés renoncent en investissant dans le capital humain spécifique de la firme (le temps de loisir par exemple) car posséder un capital humain spécifique élevé s'accompagne le plus souvent de responsabilités plus considérables. Il existe également un risque d'expropriation des employés de la rente et de la quasi-rente, ce qui conforte leur réticence à l'idée de s'investir dans une démarche de spécificité de leur capital humain (Wang et al., 2009). Il devient donc indispensable pour les entreprises de développer des mécanismes de gouvernance interne permettant de protéger et de retenir le capital humain spécifique qui est une ressource cruciale pour leur croissance durable.

---

<sup>11</sup> dant-capital" <https://hbr.org/2017/03/strategy-in-the-age-of-superabundant-capital>

Dans la littérature, parmi les mécanismes de gouvernance interne proposés par les observateurs, l'actionnariat salarié est le plus relayé et présenté comme un mécanisme garantissant une relation de long terme entre les employés et leur entreprise (Wang et al., 2009) et permettrait de réduire le risque d'expropriation des salariés par les autres parties prenantes (Blair, 2003). L'actionnariat salarié qui « permet aux employés « *de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie.* » (Desbrières, 2002) pourrait permettre aux entreprises d'encourager et de protéger les investissements en capital humain spécifique (Blair, 2003; Kruse, 1996; Robinson et Zhang, 2005; Wang et al., 2009). L'actionnariat salarié aide les entreprises à attirer, motiver et retenir le capital humain spécifique. Pour les entreprises, le fait de faire participer les employés au capital et/ou à la gouvernance est un moyen de fidéliser le capital humain spécifique (Gomez et Hollandts, 2015; Hollandts et Aubert, 2011; Hollandts et al., 2011). Liebeskind (2000) fait ressortir la nécessité de la mise en place de mécanismes incitatifs dans les entreprises à forte intensité en capital humain pour attirer des salariés hautement qualifiés, les amener à développer leur capital humain et retenir ces employés sur une durée suffisamment longue. Les stratégies de fidélisation voire de rétention des collaborateurs détenant un capital humain précieux pour l'entreprise s'appuient en grande partie sur des politiques d'association à long terme des salariés à la performance et aux profits de l'entreprise et les mécanismes d'actionnariat salariés représentent des leviers très intéressants dans cette perspective (Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010). Même si l'actionnariat salarié est souvent analysé comme un puissant levier permettant de fidéliser le capital humain de l'entreprise (Guery et Pendleton, 2016; Hollandts et Guedri, 2008; Loris Guery, 2015), la littérature académique porte un regard contrasté sur les effets de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises (Desbrières, 2002; Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010; Toe, Hollandts et Valiorgue, 2017). Pour certains, l'actionnariat salarié est certes susceptible d'affecter positivement la performance de l'entreprise en ayant une influence positive sur des

variables attitudinales et la productivité des salariés et pour d'autres chercheurs, l'actionnariat des salariés génère potentiellement des effets négatifs perceptibles au niveau de la gouvernance des entreprises.

### **3. Questions et motivations de la recherche**

L'objectif de ce travail doctoral est d'analyser **l'impact de l'implication et de la valorisation du capital humain sur la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises.**

Comme nous l'avons évoqué, le concept de capital humain depuis les travaux précurseurs de Becker et Schultz dans les années 1960, suscite encore aujourd'hui beaucoup d'intérêt dans la littérature académique. Au niveau de l'entreprise, le concept de capital humain traite à la fois des questions liées à la production interne et des questions relatives à la gouvernance des entreprises. En effet, la littérature soutient d'une part que le capital humain est un facteur crucial dans la création de valeur pour les entreprises modernes (Campbell, Saxton et Banerjee, 2014; Crook et al., 2011; Molloy et Barney, 2015; Bessière et al., 2017; Nyberg et Wright, 2015) notamment lorsque le capital humain est spécifique à la firme. D'autre part, cette importance grandissante du capital humain comme ressource critique de l'entreprise soulève des questions sur le gouvernement des entreprises qui en est alors bouleversé (Cézanne, Krafft et Saglietto, 2018; Cézanne-Sintès, 2008a; Chassagnon et Hollandts, 2014; Coriat et Weinstein, 2010).

S'il est largement admis que le capital humain est une composante clé de la valeur de l'entreprise, le mécanisme par lequel le capital humain devient une ressource stratégique sur laquelle les entreprises peuvent s'appuyer pour créer (ou ne pas détruire) de la valeur, demeure encore peu étudié dans la littérature empirique. Aussi, la mise en place des mécanismes d'association des salariés au capital et/ou à la gouvernance de leur entreprise est souvent prônée comme un dispositif permettant de protéger et de fidéliser le capital humain spécifique de l'entreprise (Hollandts et Guedri, 2008; Hollandts et Aubert, 2011). Cependant, les

déterminants et les effets de ces mécanismes suscitent encore aujourd'hui de nombreux débats dans la littérature académique. Au regard de ces différents éléments, cette recherche doctorale adopte deux (02) axes de recherches afin de nourrir ces débats menés sur l'implication du capital humain dans la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises.

**Le premier axe de recherche concerne l'implication et la valorisation du capital humain dans une banque coopérative régionale française.** En effet, le capital humain occupe une place prépondérante dans le secteur des services et en particulier dans le secteur bancaire. Les banques peuvent être qualifiées de « firmes intensives en capital humain - FICH », concept développé par Cécile Cézanne pour désigner un modèle d'entreprise dont le fonctionnement et l'activité marchande repose sur l'intensité du travail qualifié et spécialisé (Cézanne, Krafft et Saglietto, 2018; Cezanne et Saglietto, 2014). Tout d'abord, les banques appartiennent à une industrie mature dans laquelle les positionnements concurrentiels et les performances apparaissent compliqués à faire évoluer. Ensuite, la création de valeur des banques est étroitement liée à la satisfaction des clients qui elle-même est tributaire des caractéristiques individuelles et compétences des salariés (Guéry, 2011). Par ailleurs, l'activité bancaire est sans cesse confrontée à des nouvelles exigences dans la commercialisation de produits financiers de plus en plus sophistiqués. Les fréquentes évolutions du secteur (arrivée de la banque en ligne, évolution des métiers, concurrence accrue, nécessité de maîtriser les risques etc.) ainsi que la forte régulation imposent aux banques de veiller à disposer des ressources humaines compétentes nécessaires à l'atteinte de leurs objectifs. Dès lors, la capacité des banques à attirer, fidéliser et développer le capital humain des salariés devient un élément essentiel de leur performance et de leur compétitivité (Cappelli, 2000; Guéry, 2011; Lhomme et Robert de Massy, 2011; Reed et al., 2009; Skaggs et Youndt, 2004; Zeithaml, Parasuraman, et Berry, 1985). Si la littérature soutient l'existence d'une relation positive entre le capital humain sur la performance des entreprises et en particulier des banques, il demeure encore aujourd'hui difficile de cerner le mécanisme par lequel le capital humain devient une ressource

stratégique capable d'améliorer durablement leur performance. Ainsi, grâce aux données fines recueillies dans une banque, nous nous intéressons au processus de transformation du capital humain générique en capital humain spécifique et à son impact sur la performance des agences bancaires. Au regard de ce contexte, on se pose les questions suivantes :

**Question de recherche 1 :** Comment mesurer le capital humain spécifique des agences bancaires ?

**Question de recherche 2 :** Quel est l'impact du capital humain spécifique sur la performance et l'avantage concurrentiel des agences bancaires?

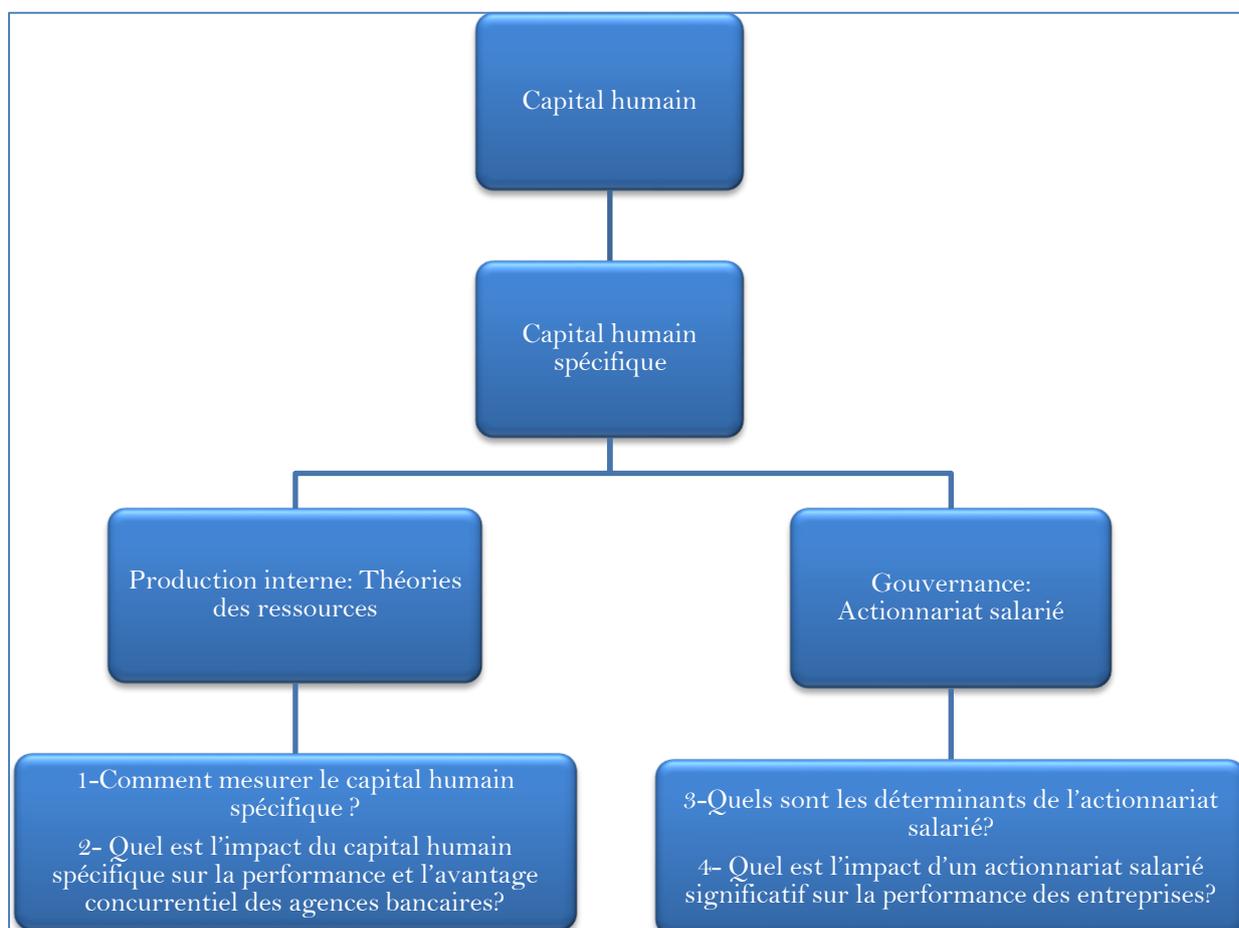
Une fois qu'on arrive à comprendre comment et en quoi le capital humain (surtout celui spécifique à la firme) peut contribuer à la performance et à la compétitivité de la firme, la question de la rétention du capital humain afin de l'associer plus étroitement à la performance et à la création de valeur se pose. Afin d'analyser cet aspect, le deuxième axe de notre recherche doctorale s'intéresse au mécanisme d'actionnariat salarié présenté dans la littérature comme un dispositif permettant de protéger et fidéliser le capital humain spécifique. En France, l'actionnariat salarié se développe de manière inexorable et bénéficie aujourd'hui d'un large soutien de la part des pouvoirs publics, des entreprises et des salariés. Avec 2,9 millions d'actionnaires salariés, détenant environ 3,5 % du capital des grandes entreprises et ce malgré un effritement régulier depuis ces trois dernières années, la France reste championne en la matière au niveau Européen. Dans cette partie, nous nous posons les questions suivantes :

**Question de recherche 3 :** Quels sont les déterminants de l'actionnariat salarié ? Notamment quel est le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance dans sa mise en œuvre et dans sa progression ?

**Question de recherche 4 :** Quel est l'impact d'un actionnariat salarié significatif sur la performance des entreprises ?

La figure suivante résume les questions de notre recherche doctorale :

**Figure 1 : Questions de la recherche doctorale**



Les chiffres 1, 2, 3 et 4 correspondent aux différents chapitres de cette recherche doctorale.

#### 4. Terrains de recherche et méthodologie

Afin de répondre aux questions de recherche évoquées précédemment, des applications empiriques sont mises en œuvre tout d'abord dans une banque régionale et ensuite sur un échantillon d'entreprises françaises appartenant ou ayant appartenu à l'indice SBF 120 sur la période 2000-2014. En ce qui concerne notre premier terrain, il convient de mentionner que cette recherche doctorale s'inscrit dans le cadre d'un financement CIFRE<sup>12</sup> (Convention

<sup>12</sup> Ce financement a été possible grâce à l'engagement depuis quelques années de la Chaire Alter-Gouvernance dans une recherche partenariale avec plusieurs entreprises dont le CACF. La chaire Alter-Gouvernance produit et diffuse la connaissance sur les formes de gouvernance d'entreprise, l'émergence et le fonctionnement des entreprises peu ou pas financiarisées. <http://alter-gouvernance.org/>

Industrielle de Formation par la Recherche) au sein du Crédit Agricole Centre France (CACF), une banque coopérative et mutualiste présente sur cinq départements : l'Allier, le Cantal, la Corrèze, la Creuse et le Puy-de-Dôme. Fortement ancrée sur son territoire, innovante et leader sur tous les marchés, le CACF s'affirme comme la première banque de l'Auvergne et du Limousin avec plus de 900 000 clients, 135 caisses locales et 2300 collaborateurs. Le CACF, comme toutes les autres banques régionales coopératives assure les fonctions commerciale, bancaire, financière et logistique du Groupe Crédit Agricole sur les départements de son périmètre d'activité. Elle est indépendante et partage les valeurs mutualistes du Groupe Crédit Agricole. Ce contexte spécifique de recherche a permis d'acquérir une connaissance approfondie du fonctionnement des agences bancaires et de recueillir les problématiques auxquels elles sont confrontées grâce aux entretiens préparatoires effectués sur le terrain. Ce cadre a permis aussi, de collecter, traiter et analyser des données fines à la fois sur les facteurs liés au capital humain des salariés mais également sur la performance des agences bancaires. Le deuxième terrain utilisé dans ce travail doctoral concerne la constitution d'un échantillon de grandes entreprises françaises afin de répondre aux questions relatives à la deuxième partie de notre recherche doctorale. L'enjeu dans la construction de cet échantillon a été la combinaison des données issues de plusieurs sources et de vérifier leur qualité et leur fiabilité. Les données d'actionnariat et de gouvernance sont issues de la base de données IODS et les données financières ont été collectées à partir de la base de données Datastream et Facset. Du point de vue épistémologique (entendu comme le positionnement de la recherche et la validité scientifique des connaissances produites), notre recherche adopte un positionnement positiviste et la méthodologie s'inscrit dans une démarche hypothético-déductive c'est-à-dire que nos études déterminent « *a priori une relation causale, ou une relation de réciprocité, qu'il faudra démontrer en utilisant le matériau empirique et conceptuel à disposition.* » (Uzunidis, 2007). Ainsi, dans trois articles de notre travail doctoral des hypothèses sont émises et testées ensuite

à l'épreuve des faits. Pour ce faire, et selon les besoins spécifiques de ces études, plusieurs méthodes économétriques notamment le modèle de panel à effets aléatoires, le modèle multiniveau (aussi appelé modèle hiérarchique ou modèles mixte), le modèle double hurdle et le modèle GMM en panel dynamique sont utilisées.

## **5. Structure de la thèse**

Pour répondre à nos questions de recherche, nous proposons un développement en deux parties correspondant aux axes de notre recherche. Chaque partie est constituée de deux (02) chapitres. La première partie traite de l'implication et de la valorisation du capital humain dans le secteur bancaire. Le chapitre 1 montre l'enjeu de l'implication et la valorisation du capital pour les banques et fait un état des lieux de la littérature sur la mesure du capital humain dans la littérature empirique. Le chapitre 2 analyse l'impact du capital humain spécifique sur la performance des agences bancaires dans une banque coopérative régionale. Utilisant des données fines provenant de plusieurs sources (salariés, agences, communes) et qui ne sont en principe jamais rendues publiques, l'étude propose une mesure du capital humain spécifique et évalue ensuite son impact sur la performance des salariés et des agences d'une banque coopérative régionale.

La deuxième partie de cette recherche doctorale traite de l'actionnariat salarié comme mécanisme de protection et de fidélisation du capital humain spécifique. Le chapitre 3 étudie les déterminants de la mise en place et du niveau d'actionnariat salarié. Le chapitre 4 se focalise sur un phénomène jusqu'à présent très peu étudié : l'actionnariat salarié significatif c'est-à-dire l'incidence d'une présence majeure voire majoritaire des salariés dans le capital et au sein des organes de gouvernance.

Enfin, pour terminer ce travail doctoral, les différentes contributions de nos travaux, les limites et pistes de recherches futures seront abordées dans la conclusion générale. Le tableau 3 ci-dessous récapitule l'architecture de notre recherche doctorale :

Tableau 3 : L'architecture de la recherche doctorale

<b>Introduction générale</b>	
<b>Première partie</b>	
<b>L'implication et la valorisation du capital humain dans le secteur bancaire</b>	
<p><b>Chapitre 1 : Le capital humain comme facteur de compétitivité dans les banques ; vers une mesure du capital humain spécifique</b></p> <p><b>Objectif :</b> montrer l'enjeu de l'implication et la valorisation du capital pour les banques et état des lieux de la littérature sur la mesure du capital humain</p>	<p><b>Chapitre 2 : Capital humain spécifique et performance: Etude empirique dans une banque régionale</b></p> <p><b>Objectif :</b> analyser l'impact du capital humain (spécifique) sur la performance des agences bancaires dans une banque</p>
<b>Deuxième partie</b>	
<b>L'implication du capital humain dans la gouvernance et la performance via le mécanisme d'actionnariat salarié</b>	
<p><b>Chapitre 3 : Les déterminants de la mise en place et du niveau d'actionnariat salarié : le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance</b></p> <p><b>Objectif :</b> Analyser les déterminants à la fois de la mise en place mais également du niveau d'actionnariat salarié des entreprises et notamment le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance</p>	<p><b>Chapitre 4 : La « face cachée » de l'actionnariat salarié : Etude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014)</b></p> <p><b>Objectif :</b> Evaluer l'impact de l'actionnariat salarié significatif c'est-à-dire l'incidence d'une présence majeure voire majoritaire des salariés dans le capital et au sein des organes de gouvernance</p>
<p><b>Discussion et conclusion générale :</b> Discussion des résultats, contributions, limites et pistes de recherches futures</p>	

# Première partie

L'implication et la valorisation du capital humain dans le secteur bancaire

## **Chapitre 1 : L'implication et la valorisation du capital humain comme facteur de compétitivité dans les banques : vers une mesure du capital humain spécifique**

### **Résumé**

Dans une économie annoncée comme étant celle de la connaissance (Foray, 2010), le capital humain apparaît comme le moteur ou le pivot de la création de valeur des entreprises. Cet élément est particulièrement crucial dans les activités de services et notamment dans l'industrie bancaire (Ferrary, 2009). En effet, les banques appartiennent à une industrie mature dans laquelle les positionnements concurrentiels et les performances apparaissent compliqués à faire évoluer. A l'inverse de certaines industries, les banques ne s'affrontent pas tant sur leur capacité à investir ou lever des fonds que sur les talents qu'elles entendent attirer, former et faire évoluer dans l'organisation. Dès lors, le capital humain des banques peut apparaître comme un élément central de leur compétitivité (Guéry, 2011). Cet article montre l'enjeu de l'implication et la valorisation du capital pour les banques et fait un état des lieux de la littérature sur la mesure du capital humain dans la littérature empirique.

**Mots clés :** Secteur bancaire, capital humain spécifique, mesure du capital humain, performance, avantage comparatif.

Chapitre d'un ouvrage collectif à paraître dans Presses Universitaires de Bordeaux

Co-auteurs : **Xavier HOLLANDTS** (Professeur associé à KEDGE Bordeaux)

**Bertrand VALIORGUE** (Professeur à l'Université Clermont Auvergne)

## 1. Introduction

Le capital humain est une notion qui a retenue depuis de nombreuses années l'attention de la communauté scientifique. Le concept a été initialement développé par deux économistes américains, Théodore Schultz (1961) et Gary Becker<sup>13</sup> (1964). Le concept se précise avec les travaux de Becker (1962), qui utilise le terme de capital pour désigner les compétences, les expériences et les talents d'un individu pouvant faire l'objet d'un investissement. Depuis Becker (1962), on a assisté à l'émergence de la mobilisation du concept de capital humain par plusieurs disciplines.

Au niveau macroéconomique, le capital humain est perçu comme un facteur clé de la croissance et du développement des pays. Cette approche connue sous le nom de théorie de la croissance endogène stipule que le comportement des agents qui accumulent et véhiculent des savoirs est source d'innovation technologique donc créateur de valeur et de compétitivité (Barro, 2001; Lucas, 1988; Romer, 1989).

Au niveau des sciences de gestion, le concept de capital humain a été mobilisé à la fois par le champ de la recherche en gestion des ressources humaines, stratégie et dans le nouveau champ de la gestion stratégique des ressources humaines. Toutefois, le prolongement du concept en gestion suscite de nombreux débats. Des questions liées à sa terminologie (Davenport, 1999; Fitz-enz, 2000), à la question de sa comptabilisation (Bessieux-Ollier, Lacroix et Lacroix, 2006; Méreaux, Feige et Mbengue, 2012), les praticiens et théoriciens de firme n'ont pas toujours su cerner avec clarté la notion de capital humain en entreprise (Wright et al., 2014). Cependant, de manière globale, on peut définir le capital humain de l'entreprise comme

---

<sup>13</sup> Théodore Schultz (1902-1998) est économiste du développement. Il a été lauréat du prix Nobel d'Economie en 1979 avec Arthur Lewis. Gary Becker (1930-2014) est un économiste connu pour ses travaux de vulgarisation de l'analyse micro-économique à de nombreux comportements humains. Il a reçu en 1992 le prix Nobel d'Economie pour son apport à la construction de la théorie du capital humain.

l'ensemble des personnes de l'entreprise avec leurs connaissances, leurs compétences et leurs aptitudes (connu sous l'acronyme KSAOs pour *knowledge, skills, abilities, and other characteristics*) qui constituent une ressource valorisable, unique, inimitable et différenciant l'entreprise de ses concurrents (Ployhart et Moliterno, 2011). En effet, les entreprises ont besoin de salariés plus compétents, mieux formés, plus productifs, fidélisés et capables d'évoluer dans l'organisation. Dans ce contexte, le capital humain peut constituer une ressource stratégique qui affecte directement la performance des entreprises (Barney, 1991; Penrose, 1959; Wang et Barney, 2006; Wang et al., 2009; Wernerfelt, 1984; Wright et al., 2014). Si la relation entre capital humain et performance de l'entreprise est postulée et mise en avant par de nombreux auteurs, il est en revanche plus compliqué de comprendre le mécanisme par lequel l'investissement dans le capital humain génère de la performance, en constituant ou en mobilisant des ressources stratégiques sur lesquelles les entreprises peuvent s'appuyer pour développer leurs activités et devenir plus compétitives.

L'objectif général de cet article est d'apporter un éclairage sur les enjeux stratégiques du capital humain pour une activité de services et plus particulièrement pour les banques et de faire une revue de la littérature empirique sur la manière dont les chercheurs captent le capital humain. Nous présentons dans une première partie la théorie qui soutient le rôle central du capital humain dans la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (2), ensuite nous présentons les enjeux stratégiques du capital humain pour l'activité bancaire (3) et enfin les différentes mesures du capital humain développées dans la littérature (4).

## **2. La théorie des ressources et l'avantage concurrentiel des entreprises**

L'idée selon laquelle le capital humain peut constituer une ressource stratégique à même de procurer un avantage concurrentiel aux entreprises est au cœur du courant des ressources (Resource-based view) qui a été développé dans le champ du management stratégique dans les

années 1990. Cette théorie considère l'entreprise comme un lieu d'accumulation des ressources (tangibles et intangibles) et soutient que les ressources qui sont rares, difficilement imitables et substituables peuvent créer de la valeur et un avantage concurrentiel pour les organisations (Barney, 1991; Mahoney et Pandian, 1992; Peteraf, 1993; Wernerfelt, 1984). Le capital humain constitue de ce point de vue une ressource stratégique essentielle pour l'avantage concurrentiel des entreprises (Barney, 1991; Carpenter, Sanders et Gregersen, 2001; Rumelt et Lamb, 1984). On distingue deux types de capital : le capital humain général et le capital humain spécifique (Becker, 1962; Coff, 1997). Le capital humain général correspond aux connaissances et compétences génériques (alphabétisation, calcul de base, capacités d'apprentissage). Le capital humain générique peut être transféré d'une entreprise à une autre tandis que le capital humain spécifique correspond aux connaissances spécialisées construites au fil du temps grâce aux interactions entre les employés au sein de l'entreprise; les managers et les ressources physiques, technologiques de l'entreprise (Mahoney et Kor, 2015). Le capital humain spécifique n'est pas transférable (Chi, 1994). Selon la théorie des ressources, ce type de capital a plus de valeur et contribue plus à la création de valeur que le capital humain générique (Crook et al., 2011; Dutta, Narasimhan, et Rajiv, 2005; Hatch et Dyer, 2004; Mahoney et Kor, 2015; Ployhart & Moliterno, 2011). Il faut également noter que le capital humain spécifique est difficilement imitable et substituable, ce qui fait de lui une source non négligeable d'avantage concurrentiel (Hatch et Dyer, 2004). Dès lors, la gestion du capital humain des entreprises devient un enjeu stratégique dans la mesure où le succès de l'activité est lié à la capacité de rétention du capital humain spécifique (Wright et al., 2014).

### **3. Le capital humain dans les banques : de quoi parle-t-on ?**

Dans l'économie de la connaissance, l'entreprise est le lieu central d'accumulation des compétences et des savoirs dont les employés sont en grande partie les dépositaires (Adler, 1999). L'innovation et la créativité, sources de développement des organisations sont donc

tributaires de la mobilisation de ces compétences et de leur management. Le capital humain devient de plus en plus un actif stratégique sur lequel se fonde l'avantage concurrentiel et la compétitivité des entreprises (Besseyre des Horts, 1988; Ferrary, 2014; Wright et McMahan, 2011).

Comme dans toutes les entreprises de services, l'homme est au cœur de la performance et de l'avantage concurrentiel des banques. Les établissements bancaires, souvent par mimétisme par rapport à leur environnement, adoptent les mêmes structures, positionnements et produits. Par conséquent, le capital humain apparaît comme un facteur de production difficile à imiter et capable de faire la différence. Le capital humain est donc fondamental d'autant plus que les activités bancaires reposent sur la mobilisation de compétences pointues et spécifiques qui permettent de créer de la valeur pour le client. On constate également que dans les banques la majorité des effectifs est en contact direct avec la clientèle et la ressource humaine constitue le premier facteur de production. En effet, le capital humain constitue la principale ressource de création de valeur des banques. Pour Ferrary (2009: 86-87), « *la masse salariale représente plus de 50% des coûts de production des établissements bancaires (en 2005, ces coûts étaient de 59,28% à la BNP Paribas, 57,38% à la Société Générale et 53,98% au Crédit Agricole)*. Au-delà de cette dimension quantitative, les banques sont des entreprises de connaissances, notamment pour les activités à forte valeur ajoutée de banque d'investissement et de financement, qui emploient des salariés hautement qualifiés ». La bataille entre les banques se joue sur des dimensions logistiques (couverture du territoire, taille et implantation des agences, marque et la communication) mais avant tout sur des éléments liés à la performance des salariés des agences et de la banque (capacité à satisfaire le client ou le prospect). La majeure partie de la satisfaction des clients est en fait liée à des caractéristiques individuelles des salariés relatives à leur capital humain. En effet, la création de richesse des banques dépend de leur capacité à offrir des services de plus en plus sophistiqués, à attirer et à conserver les clients. Par ailleurs, l'activité bancaire est sans cesse confrontée à des nouvelles exigences dans la commercialisation des

produits financiers plus sophistiqués. Les fréquentes évolutions du secteur, des métiers ainsi que la forte régulation imposent aux banques de veiller à disposer des ressources humaines compétentes nécessaires à l'atteinte de leurs objectifs. Ainsi, la capacité des banques à attirer, fidéliser et développer le capital humain des salariés devient un élément essentiel de leur performance, de leur compétitivité et de leur pérennité (Cappelli, 2000; Ferrary, 2009; Reed et al., 2009). Guery (2011) a notamment montré que l'enjeu de la valorisation du capital humain dans les banques recouvre plusieurs aspects. Tout d'abord, « *elles cherchent par le recrutement à se procurer sur le marché du travail les meilleurs talents. Ensuite, elles cherchent à conserver et à faire fructifier ce capital initial par divers moyens tels que les politiques de rémunération, les incitations diverses, le repérage des plus talentueux, la formation. Enfin, il faut désormais satisfaire aux demandes des agences de notation extra-financière qui prennent en compte la valorisation du capital humain dans leur notation* ». Lhomme et Robert de Massy (2011) montrent que la formation<sup>14</sup> est l'élément fondamental dans l'acquisition des savoirs et des compétences nécessaires à l'activité bancaire au niveau européen. Ferrary (2009) a attiré l'attention sur le fait que la mobilisation des ressources humaines fait courir un risque humain spécifique aux banques du fait que le secteur bancaire est intensif en capital humain et en connaissances. Ainsi, les banques doivent identifier, évaluer, suivre et maîtriser ce risque. Malgré ces éclairages sur la valorisation du capital humain dans les banques, la littérature empirique peine à expliquer les mécanismes de transformation du capital humain en ressources stratégiques capables de générer de la performance et des avantages comparatifs.

---

<sup>14</sup> Selon l'observatoire des métiers de la banque, 4% de la masse salariale des banques françaises en 2010 a été consacré à la formation, ce qui est bien supérieur aux 1,6% prévu par la législation.

#### **4. Capital humain et performance des banques : une synthèse de la littérature**

Même s'il est largement reconnu que le capital humain est un facteur essentiel dans la performance des banques, il y a peu de cohérence dans la manière dont les chercheurs tentent de le mesurer (Ployhart et Moliterno, 2011; Wright et McMahan, 2011).

On constate que la majeure partie de la littérature met en lien les pratiques de gestion des ressources humaines qualifiées de « best practices » dans la performance et l'avantage concurrentiel des banques. Ces bonnes pratiques testées dans la littérature empirique sur le sujet sont développées essentiellement par les chercheurs dans le champ de la gestion stratégique des ressources humaines (Arthur, 1994; B. Becker et Gerhart, 1996; Dyer et Reeves, 1995; Huselid, 1995; Koch et Mcgrath, 1996; Lado & Wilson, 1994; Macduffie, 1995; Ulrich, 1997). Ces pratiques comprennent différents aspects liés à la gestion des ressources humaines : le recrutement, la formation et l'évolution des carrières, les politiques de rémunérations et d'incitation et visent à améliorer la productivité des employés. Une fois que ces pratiques sont identifiées, les auteurs déterminent l'impact de celles-ci sur le turnover, la productivité et la performance des banques (De Saá-Pérez et García-Falcón, 2002; Delery et Doty, 1996; Richard et Johnson, 2001). L'étude de Delery et Doty (1996) sur un échantillon de 1050 banques aux Etats-Unis montrent que les banques qui adoptent ces meilleures pratiques de gestion stratégique des ressources humaines ont des performances financières élevées. Ces pratiques comprennent la participation aux bénéfices, les évaluations axées sur les résultats et la sécurité de l'emploi. Richard et Johnson (2001) utilisent un échantillon de 323 banques américaines et montrent qu'une gestion stratégique des ressources humaines réduit le turnover et augmente la performance. Dans cette littérature, la mesure du capital humain des banques consiste à administrer des questionnaires auprès des responsables des ressources humaines sur leurs pratiques de gestion. Les réponses de ces responsables sont

ainsi collectées par rubriques et transformées en scores en fonction des bonnes pratiques. Ce sont finalement les scores des différentes rubriques qui sont mis en lien avec les mesures de performances retenues. Le problème avec cette mesure du capital humain est le fait qu'elle est basée sur la perception des répondants entraînant ainsi plusieurs biais (Wright et al., 2001 ; Wright et McMahan, 2011).

Une autre littérature étudie le lien entre l'efficacité du capital intellectuel et la performance des banques en utilisant le modèle appelé « Valeur ajoutée du capital intellectuel » (en anglais (Value Added Intellectual Capital) développé par Pulic (2000). Les auteurs distinguent trois composantes du capital intellectuel que sont : le capital humain, le capital structurel et le capital relationnel. (Meles et al., 2016) utilisent cette méthode sur un échantillon de 5749 banques commerciales aux Etats Unis et trouvent que l'efficacité du capital humain est la composante qui a le plus d'impact positif sur la performance financière. Des résultats similaires sont trouvés dans des études sur des banques en Malaisie (Pek Chen Goh, 2005); au Ghana (Abdul Latif Alhassan et Nicholas Asare, 2016) et en Inde (Chahal et Bakshi, 2016; Ghosh et Maji, 2014) La mesure du capital humain des banques dans cette littérature repose sur l'efficacité du capital humain comme étant la contribution marginale de chaque employé et est calculé en rapportant la valeur ajoutée aux salaires.

Finalement, dans la littérature empirique du lien entre le capital humain et la performance des banques, il y a très peu d'études consacrées à la mesure du capital humain spécifique. L'étude récente de Frank et Obloj (2014) proposent une mesure de la spécificité du capital humain basée sur la capacité des directeurs d'agences (au nombre de 200) à prédire les objectifs de vente<sup>15</sup>. Les auteurs considèrent que cette capacité de prédiction des objectifs de vente représente une connaissance profonde de l'organisation et correspond donc au capital humain spécifique des individus. Cette mesure du degré de spécificité du capital humain a permis aux

---

<sup>15</sup> L'écart entre les objectifs de vente tels que déterminés par le siège et la prédiction faite par les directeurs représente le degré de spécificité du capital humain

auteurs de mettre en évidence l'existence d'un arbitrage entre les effets positifs sur la productivité et les conséquences négatives liés à l'existence de problème d'agence (manipulation des politiques d'incitations à des fins personnelles) sur la performance des agences bancaires. Cette mesure de la spécificité du capital humain est différente de celle observée dans des études antérieures qui ont surtout utilisé le nombre d'années passées dans l'entreprise comme proxy de la spécificité du capital humain (Bergh, 2001; Carpenter et al., 2001; Pennings, Lee et Witteloostuijn, 1998; Ployhart et Moliterno, 2011). Au-delà de ces tentatives de mesure du capital spécifique de l'entreprise et plus particulièrement des banques, apparaît à notre sens un véritable défi de compréhension du processus de transformation du capital humain général en capital humain spécifique capable de soutenir la performance et procurer un avantage concurrentiel.

Les problèmes identifiés ci-dessus présentent des opportunités et des défis pour la recherche future sur le rôle du capital humain dans la performance et l'avantage concurrentiel des banques. Le courant des ressources soutient que les entreprises ont un avantage concurrentiel lorsqu'elles maîtrisent et contrôlent des ressources uniques. De ce point de vue, le développement du capital humain spécifique apparaît comme un facteur essentiel dans l'avantage concurrentiel des entreprises (Barney et Wright, 1998; Crook et al., 2011). En effet, contrairement au capital humain général, le capital humain spécifique est difficilement imitable et ne peut être fourni par le marché. Les recherches futures sur le lien entre le capital humain et la performance des banques pourraient donc inclure davantage cette dimension du degré de spécificité du capital humain pour une meilleure compréhension du phénomène étudié. Aussi, la prise en compte des implications liées à l'investissement en capital humain spécifique notamment en termes d'appropriation de la rente générée permettrait de mettre en évidence l'existence de relations conflictuelles entre les employés et l'entreprise. En effet, l'investissement en capital humain spécifique peut conduire au problème de « hold up » des employés par l'entreprise ou à des comportements opportunistes de la part des employés (Coff,

1999; Williamson, 1991). L'étude de Frank et Obloj (2014) montrent que la spécificité du capital humain peut dans certains cas générer des pertes supérieures aux bénéfices qu'il engendre. Finalement, Mahoney et Kor (2015) montrent l'importance d'intégrer les systèmes et mécanismes de gouvernance dans le développement et la protection du capital humain spécifique.

## 5. Conclusion

Le capital humain est un facteur essentiel à la croissance des entreprises. Dans le secteur des banques, la ressource humaine est le premier facteur de production. Pour créer de la valeur, les banques ont besoin de salariés mieux formés, fidélisés et capables d'évoluer dans leurs organisations. De plus, les fréquentes évolutions du secteur, des métiers ainsi que la forte régulation imposent aux banques de veiller à disposer de ressources humaines compétentes. Le capital humain devient alors un facteur de plus en plus stratégique pour les banques (Cappelli, 2000; Ferrary, 2009; Reed et al., 2009). Par ailleurs la théorie des ressources soutient l'importance du capital humain spécifique dans la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (Amit et Schoemaker, 1993; Chadwick et Dabu, 2008; Crook et al., 2011; Kor et Mahoney, 2005; Ployhart et Moliterno, 2011). Cependant, la reconnaissance de l'importance du capital humain dans la performance des banques est confrontée l'absence de mesure concrète du capital humain spécifique.

L'étude récente de Frank et Obloj (2014) ouvre des perspectives intéressantes car d'une part elle propose une mesure du degré de spécificité du capital humain et d'autre part elle a mis en évidence l'existence de relations conflictuelles dans l'investissement en capital humain spécifique. Il est donc essentiel de créer des mécanismes et des systèmes qui encouragent, développent et protègent l'investissement en capital humain spécifique, facteur essentiel de la performance et de l'avantage concurrentiel des entreprises (Cézanne, Krafft et Saglietto, 2018; Cézanne- Sintès, 2008a; Mahoney et Kor, 2015; Ployhart, 2015).

## **Chapitre 2 : Capital humain spécifique et performance: étude empirique dans une banque régionale**

### **Résumé**

S'il est largement admis que le capital humain est une composante clé de la valeur de l'entreprise, le mécanisme par lequel le capital humain devient une ressource stratégique sur laquelle les entreprises peuvent compter pour créer (ou ne pas détruire) de la valeur demeure encore difficile à évaluer. Ce papier analyse l'impact du capital humain (spécifique) sur la performance des agences bancaires dans une banque coopérative régionale. Utilisant des données riches et fines provenant de plusieurs sources, l'étude propose une mesure du capital humain spécifique et évalue ensuite son impact sur la performance salariés (niveau micro) et sur la performance et l'avantage concurrentiel des agences bancaires (niveau méso). Nos résultats économétriques mettent en évidence un impact positif et significatif du capital humain spécifique sur la performance individuelle et sur la performance des agences bancaires. Les résultats montrent également que le capital humain spécifique permet d'avoir un avantage concurrentiel certain car il réduit l'effet négatif de la concurrence sur le territoire d'intervention des agences bancaires.

**Mots clés :** Capital humain, compétences, performance, avantage concurrentiel, théorie des ressources, industrie bancaire

## 1. Introduction

Depuis les travaux précurseurs de Becker sur le capital humain dans les années 1960, on a assisté à l'émergence du concept dans plusieurs disciplines (microéconomie, macroéconomie, psychologie, entrepreneuriat, gestion (stratégique) des ressources humaines, économie industrielle, économie du travail et en stratégie) soulignant l'importance du facteur humain dans la performance des individus, des organisations et des nations (Riley et al., 2017). Au niveau de l'entreprise le concept a largement été utilisé par la théorie des ressources (resource based view) qui soutient que les organisations qui maîtrisent et développent des ressources « valorisables », rares, inimitables et non substituables sont susceptibles de générer une meilleure performance et d'avoir un avantage concurrentiel (Barney, 1991; Barney et Wright, 1998; Wernerfelt, 1984). De nos jours, le capital financier est devenu une ressource abondante et bon marché, ce qui accorde une place de plus en plus importante au capital humain dans la stratégie de croissance des entreprises (Mankins, Harris et Harding, 2017).

Mais si une relation positive entre le capital humain et la performance des entreprises est largement postulée dans la littérature théorique et empirique, il existe encore aujourd'hui des gaps dans la compréhension du mécanisme par lequel le capital humain devient une ressource capable d'influencer significativement la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (Ployhart et Moliterno, 2011; Bessière et al., 2017; Nyberg et Wright, 2015; Cézanne-Sintès, 2008).

Si le lien entre le capital humain et la performance de l'entreprise est bien établi dans la littérature théorique, on sait en revanche très peu de choses sur les niveaux individuels et intra-firme. L'objectif de ce chapitre est de se concentrer sur cette problématique très peu traitée jusqu'à présent. Dans cette perspective, nous souhaitons ouvrir la boîte noire du « capital humain » pour examiner comment le capital humain est actionné au niveau interne

et comment sa présence ou son évolution peut avoir un impact sur la performance des entités composant l'entreprise.

L'objectif de cet article est d'apporter un éclairage sur le rôle du capital humain (spécifique) sur la performance des salariés et des agences bancaires dans une banque coopérative régionale. Le secteur bancaire est un terrain d'étude intéressant dans la mesure où il appartient au secteur des services dont la création de valeur dépend directement des compétences de la ressource humaine (Delery et Doty, 1996; Reed, Srinivasan et Doty, 2009; Frank et Obloj, 2014). En effet, comme dans toutes les activités de services, le facteur humain est la principale ressource dans la création de valeur des banques. Cette création de richesse est étroitement liée à la satisfaction des clients qui, elle-même est tributaire des caractéristiques individuelles et compétences des salariés (Guéry 2011; Lhomme et Robert de Massy, 2011). Les données primaires fines collectées sur 1561 salariés, sur les 204 agences du réseau bancaire ainsi que des données sur les communes d'implantation ont été utilisées sur la période 2015-2016. Au regard de la structure hiérarchique de nos données, la méthode d'estimation multiniveau (« *hierarchical linear model* » en anglais) a été utilisée permettant de mieux capter les effets du capital humain.

Notre contribution dans cet article s'inscrit dans la continuité des travaux empiriques qui tentent de mettre en évidence la relation complexe et parfois ambiguë entre le capital humain et la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises. Les contributions de notre essai se situent à trois (3) niveaux. Tout d'abord, nous nous concentrons sur un niveau intermédiaire, qui articule le capital humain des collaborateurs avec leur environnement de travail immédiat et leur service. On peut ainsi mesurer précisément en quoi et à quel niveau contribue précisément le capital humain de chaque collaborateur. En cela, notre approche se distingue des articles qui s'intéressent à un niveau plus agrégé, en examinant un niveau global de capital humain et en tentant de mesurer l'impact sur la performance de l'entreprise.

Ensuite, nous avons proposé une mesure du capital humain spécifique dans le réseau d'agences bancaires basée à la fois sur l'ancienneté mais également sur le niveau d'expertise lié aux emplois occupés. Cette mesure permet de mieux capter les compétences spécifiques des salariés. En effet, les études empiriques antérieures utilisent le plus souvent des mesures subjectives consistant à administrer des questionnaires auprès des responsables des ressources humaines sur leurs pratiques de gestion, et d'en évaluer l'impact (Delery et Doty, 1996; Richard et Johnson, 2001). Ce type de mesure basé sur la perception des répondants comportent des biais et ne permet pas saisir le capital humain spécifique, élément crucial dans la création de valeur des entreprises. Dans la continuité des mesures du capital humain spécifique basé sur l'ancienneté des salariés (Carpenter et al., 2001; Hitt, Biermant, Shimizu, et Kochhar, 2001; Pennings et al., 1998) nous proposons une mesure du capital humain spécifique qui tient compte non seulement de l'ancienneté mais également des compétences spécifiques accumulées par l'exercice des métiers bancaires. Par la suite, nous avons examiné l'impact du capital humain spécifique sur d'une part la performance des salariés (analyse micro) et d'autre part sur la performance des agences bancaires du réseau (niveau méso). Enfin, notre contribution est aussi d'ordre méthodologique car la méthode d'estimation multiniveau a été utilisée (au lieu des moindres carrés ordinaires – MCO utilisés traditionnellement) et correspond mieux à la structure hiérarchique de nos données (salariés-agences-communes) en permettant de prendre en compte la dimension contextuelle, c'est-à-dire les éléments communs aux individus qui peuvent affecter leur performance (Raudenbush et Bryk, 2002; Crocker et Eckardt, 2014; Dong et Kaiser, 2008; Engel et Moffatt, 2014).

Dans la suite de cet article, le cadre théorique et la formulation des hypothèses de la recherche sont présentés (2) suivis d'une présentation de notre terrain d'étude (3) et de la méthodologie de recherche (4). Ensuite, les résultats sont présentés et interprétés (5) avant de terminer avec une discussion de nos résultats (6) et la conclusion (7).

## 2. Cadre théorique et hypothèses

### a. Définition du concept de capital humain

Définir le capital humain n'est pas chose aisée, tant le concept est complexe et qu'il est étudié par différents champs de recherche. Wright, Coff et Moliterno (2014) comparent la notion de capital humain à la métaphore « des aveugles et de l'éléphant » qui relate l'histoire de six aveugles à qui on demande de décrire un éléphant. Chacun d'eux touche une partie différente et décrit l'éléphant en fonction de la partie qu'il a saisie (par exemple, celui qui a touché la queue dit qu'il est comme une corde, celui qui a touché l'oreille le décrit comme un éventail, celui qui a touché la défense à une pipe etc.). Ainsi, cette notion est protéiforme et revêt plusieurs dimensions. Rappelons toutefois que le concept a été initialement développé par deux économistes américains, Théodore Schultz et Gary Becker. Le dernier a utilisé le terme de capital humain pour désigner toute dépense (investissement) consenti par les individus dans leur éducation, formation et santé. Il a ensuite évalué le rendement de cet investissement en terme d'augmentation de la productivité et des revenus futurs. Cette approche relève clairement d'une application du calcul économique néoclassique à une situation particulière, celle de l'éducation voire de la formation. Le concept de capital humain a ensuite été utilisé par plusieurs champs de recherche notamment en microéconomie, macroéconomie, psychologie, entrepreneuriat, gestion (stratégique) des ressources humaines, économie industrielle, économie du travail et en stratégie (Nyberg et Wright, 2015). Dans le cadre de cette étude et en accord avec les hypothèses qui seront développées par la suite, nous retenons la définition donnée par Ployhart et Moliterno (2011) pour qui, le capital humain constitue « *l'ensemble des personnes de l'entreprise avec leurs connaissances, leurs compétences et leurs aptitudes*<sup>16</sup> ». Le capital humain capital détenu par les salariés et qui est par nature intangible (Grant, 1996) peut

---

<sup>16</sup> Connue sous l'acronyme de KSAO pour knowledge, skills, abilities and other characteristics

devenir une ressource stratégique capable d'améliorer la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (Barney 1991; Rumelt et Lamb, 1984; Amit et Schoemaker, 1993).

*b. Capital humain et performance des entreprises : une approche par le courant des ressources*

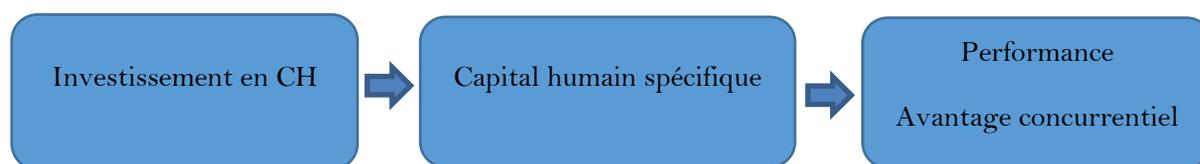
L'idée selon laquelle le capital humain peut devenir une ressource sur laquelle les entreprises peuvent s'appuyer pour améliorer leur performance et développer un avantage concurrentiel a été largement développée par la théorie des ressources (*resource based view* en anglais) développée initialement par Penrose (1959). La théorie des ressources considère l'entreprise comme le lieu d'accumulation des ressources tangibles et intangibles (Amit et Schoemaker, 1993). Selon cette théorie, les ressources « valorisables », rares, inimitables et non substituables sont source de création de valeur et d'avantage concurrentiel pour les organisations (Barney, 1991; Barney et Wright, 1998). Une ressource est « valorisable » lorsqu'elle est liée directement aux objectifs et à la stratégie de l'organisation en contribuant à minimiser les coûts ou maximiser les profits (Barney et Wright, 1998). Le caractère rare désigne la difficulté à se procurer la ressource sur le marché des facteurs. Lorsque la ressource est inimitable (ou difficilement), les concurrents ne peuvent la copier et cela assure à la firme un avantage concurrentiel durable (Ployhart, Iddekinge et MacKenzie, 2011). Enfin, la ressource est non substituable lorsqu'il n'existe pas de stratégie équivalente pour la remplacer. Selon de nombreux chercheurs, le capital humain remplit les conditions d'une ressource « valorisable », rare, inimitable et non substituable et est devenu une ressource stratégique pour les organisations.

Le capital humain plus que les ressources physiques, technologiques et financières peut générer une plus grande création de valeur au regard principalement de son caractère inimitable. Aujourd'hui, le capital financier n'est plus une ressource rare, il est abondant et bon

marché. Ainsi, comme le capital financier n'est plus la ressource la plus précieuse pour les entreprises, on assiste de plus en plus à un regain d'intérêt pour le capital humain et de sa gestion comme facteur de différenciation des organisations (Pfeffer 2005; Barney 1991; Coff 1997). Selon Harding, Harris et Mankins (2018), de nos jours « *toute entreprise raisonnablement bénéficiaire obtient facilement les fonds nécessaires pour acheter de nouveaux équipements, financer le développement d'un nouveau produit, l'entrée sur de nouveaux marchés, voire acquérir de nouvelles activités* ». Les auteurs soutiennent qu'à l'ère du capital financier « *surabondant* » les sources de croissance que recherchent désespérément les entreprises sont les ressources rares constituées essentiellement des « *compétences et capacités nécessaires pour traduire les bonnes idées de croissance en nouveaux produits, services et activités florissants* ». On assiste dès lors, au développement de la firme qualifiée de « *nouvelle* » et très intensive en capital humain (FICH) c'est-à-dire fortement dotée en compétences et en talents clés pour ses activités productives (Cézanne, Krafft et Saglietto, 2018; Cezanne et Saglietto, 2014). Dès lors, la capacité des entreprises à attirer, fidéliser et développer le capital humain de leurs salariés devient un élément stratégique de leur performance et de leur compétitivité (Barney 1991; Bessière et al., 2017; Molloy et Barney 2015; Mahoney et Kor, 2015; Ployhart et Moliterno, 2011). La littérature distingue en outre, deux types d'investissement en capital humain : le capital humain générique et le capital humain spécifique (Becker, 1964). L'investissement en capital humain générique concerne les compétences qui ne sont pas spécifiques à une entreprise et qui peuvent être déployées d'une organisation à une autre sans grande difficulté. Dans la théorie du capital humain, les compétences générales sont échangeables et mobiles sur le marché du travail (si on assume que le marché du travail fonctionne parfaitement). Le capital humain générique s'acquiert essentiellement par l'éducation et la formation générale (Ployhart, Iddekinge et MacKenzie, 2011). En revanche, le capital humain spécifique fait référence aux compétences spécialisées, aux connaissances ou aux relations personnelles qui ne sont applicables que dans une entreprise donnée (Coff, 1997). Ce capital humain spécifique est créé et possédé par les

employés qui accumulent suffisamment de temps dans l'entreprise pour acquérir des expériences d'apprentissage et des interactions avec les ressources uniques de l'entreprise. (Mahoney et Kor, 2015). En effet, il se constitue grâce à la formation et à l'expérience acquises en cours d'un emploi, de sorte que la connaissance de l'emploi, d'autres employés et des clients devient de plus en plus intégrée et tacite (Grant, 1996; Liebeskind, 2014). Selon la théorie des ressources, le capital humain spécifique génère de la performance et est source d'avantage concurrentiel parce qu'il correspond aux caractéristiques d'une ressource « valorisable » rare, inimitable et non substituable (Barney et Wright, 1998). Ainsi, le capital humain et notamment lorsqu'il est spécifique devient une ressource stratégique pour les entreprises. La figure 2 ci-dessous traduit le processus de transformation du capital humain générique en une ressource stratégique (le capital humain spécifique) capable de générer une performance supérieure et un avantage concurrentiel. Dans un premier temps, les entreprises recrutent des personnes ayant un capital humain générique. Par la suite ces salariés sont intégrés dans les équipes, formés, incités et fidélisés afin d'accroître le capital humain spécifique de l'entreprise. Pour terminer, ce capital humain spécifique est bénéfique pour l'entreprise dans la mesure où il améliore sa performance et lui procure un avantage concurrentiel.

**Figure 2 : Mécanisme de transformation du capital humain en ressource critique (capital humain spécifique)**



La littérature sur le lien entre le capital humain et la performance des entreprises est abondante. Les résultats sont plus en faveur d'un effet positif. Crook et al. (2011) ont réalisé une méta-analyse sur soixante-six (66) études qui examinent la relation entre capital humain et performance des firmes. Les résultats montrent que le capital humain est positivement lié à

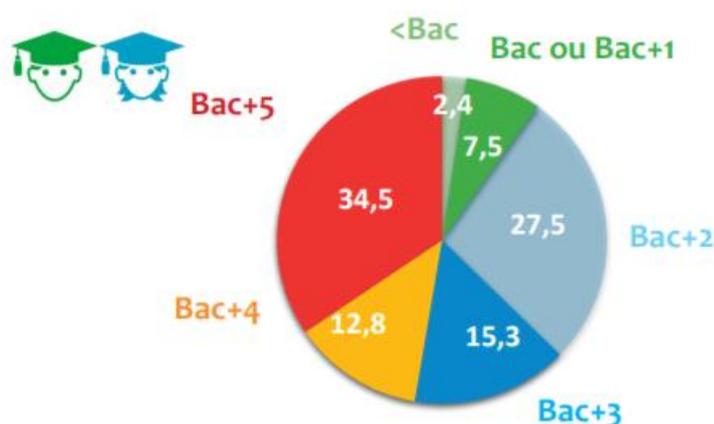
la performance, et que l'impact est plus fort lorsque le capital humain est spécifique à la firme. Ceci est d'autant plus notable dans les secteurs d'activités qui s'appuient principalement sur le capital humain, comme les activités de services. Parmi les activités de services, une partie de la littérature s'est attachée à observer les effets du capital humain dans le cadre des activités bancaires. Cette littérature s'est concentrée sur la relation entre les pratiques de gestion des ressources humaines qualifiées de « *best practices* » et la performance et l'avantage concurrentiel des banques. Ces études ont été développées majoritairement par les chercheurs en gestion stratégique des ressources humaines (Arthur, 1994; Lado et Wilson, 1994; Dyer et Reeves, 1995; Huselid, 1995; Macduffie, 1995; B. Becker et Gerhart, 1996; Koch et Mcgrath, 1996; Ulrich, 1997). D'autres chercheurs ont tenté de mesurer l'efficacité du capital intellectuel des banques dont l'une des composantes est le capital humain (Meles et al., 2016; Pulic, 2000). L'efficacité du capital humain est approximé par ces auteurs en rapportant la valeur ajoutée aux salaires. Récemment, Frank et Obloj (2014) ont analysé l'impact du capital humain spécifique sur la performance d'une banque de détail aux Etats-Unis. Les auteurs ont mis en évidence l'existence d'un arbitrage entre les effets positifs sur la productivité et les conséquences négatives liées aux problèmes d'agence. Nous nous inscrivons dans la perspective développée par Frank et Obloj (2014) en examinant précisément l'impact du capital humain spécifique au niveau de la performance individuelle (niveau micro) et des unités de proximité, à savoir les agences bancaires (niveau méso). Notre chapitre entend ainsi contribuer à la fois sur la mesure du capital humain spécifique mais également s'intéresse à un niveau d'analyse (une sous-unité) qui n'a pas été examiné jusqu'à présent. Nous entendons ainsi examiner plus finement les mécanismes liant le capital humain spécifique à la performance des collaborateurs, des agences et de l'organisation.

### *c. Le capital humain dans le secteur bancaire*

Le capital humain occupe une place importante dans les banques comme dans les activités de services. En effet, le facteur humain représente la majeure partie des ressources mobilisées. Pour Ferrary (2009: 86-87), « *la masse salariale représente plus de 50% des coûts de production des établissements bancaires (en 2005, ces coûts étaient de 59,28% à la BNP Paribas, 57,38% à la Société Générale et 53,98% au Crédit Agricole)*. Au-delà de cette dimension quantitative, les banques sont des entreprises de connaissances, notamment pour les activités à forte valeur ajoutée de banque d'investissement et de financement, qui emploient des salariés hautement qualifiés ». La bataille entre les banques se joue sur des dimensions logistiques (couverture du territoire, taille et implantation des agences, marque et la communication) mais avant tout sur des éléments liés à la performance des salariés des agences et de la banque (capacité à satisfaire le client ou le prospect). La majeure partie de la satisfaction des clients est en fait liée à des caractéristiques individuelles des salariés relatives à leur capital humain (Guéry, 2011). Par ailleurs, l'activité bancaire est sans cesse confrontée à des nouvelles exigences dans la commercialisation de produits financiers plus sophistiqués. Les fréquentes évolutions du secteur (arrivée de la banque en ligne, vente de produits de plus en plus complexes, concurrence accrue, nécessité de maîtriser les risques etc.) ainsi que la forte régulation imposent aux banques de veiller à disposer des ressources humaines compétentes nécessaires à l'atteinte de leurs objectifs. Dès lors, la capacité des banques à attirer, fidéliser et développer le capital humain des salariés devient un élément essentiel de leur performance, de leur compétitivité et de leur durabilité (Reed, Srinivasan, et Doty 2009; Cappelli, 2000; Orlando C. Richard, 2001; Skaggs et Youndt, 2004; Zeithaml, Parasuraman et Berry, 1985). Tout d'abord, les banques cherchent à se procurer sur le marché du travail les meilleurs talents. Le recrutement est considéré par les établissements bancaires comme étant un facteur important de différenciation concurrentielle (Guéry, 2011) et de ce fait on note une évolution sensible visant à augmenter le recrutement de salariés disposant d'une formation initiale plus élevée. Comme on peut le constater sur la figure ci-dessous, en 2015, plus de la moitié des embauches

s'est fait à un niveau égal ou supérieur à bac + 4 (58%) alors qu'il y a dix ans , la majorité des recrutements se faisait se faisaient majoritairement au niveau bac + 2 (46% ; (Guéry, 2011)).

**Figure 3 : Répartition des embauches par niveau de diplômes en % en 2015 (Observatoire des métiers de la banque)**



Ensuite, le capital humain de départ des banques doit être entretenu et augmenté notamment par la formation, élément fondamental dans l'acquisition des savoirs et des compétences nécessaires à l'activité bancaire (Lhomme et Robert de Massy, 2011). En plus de la formation, le capital humain doit être motivé, fidélisé et déployé pour atteindre l'objectif de performance durable. Afin de comprendre l'enjeu stratégique du capital humain pour les banques, nous développons deux approches : au niveau micro et au niveau méso. L'approche micro consiste à évaluer l'impact du capital humain sur la performance des salariés et l'approche méso consiste à évaluer l'impact sur la performance de l'agence en tant qu'unité de production. Deux séries d'hypothèses sont testées :

#### **Au niveau micro (individuel) :**

La littérature souligne que le capital humain spécifique a un impact positif sur la performance des salariés grâce au gain de productivité que ces derniers développent. Dans son ouvrage fondateur, « *Investment in Human Capital: a Theoretical Analysis* », Becker (1962) a inclus dans le concept de capital humain la notion de capital humain générique qui peut s'acquérir

principalement par l'éducation formelle et les formations en dehors de l'entreprise et le capital humain spécifique qui s'acquiert au sein de l'entreprise par l'expérience que le salarié accumule. Ainsi, les deux premières hypothèses concernent l'impact de ces deux types de capital humain sur la performance des salariés :

**Hypothèse 1 :** Le capital humain générique (Bac+4 et Bac+5) a un impact significatif sur la performance individuelle.

**Hypothèse 2 :** Le capital humain spécifique a un impact positif sur la performance individuelle des salariés.

Dans la littérature théorique et empirique, il est également question du degré de spécificité du capital humain qui est susceptible d'engendrer des problèmes d'agences (Chadwick, 2015; Mahoney et Kor, 2015; Molloy et Barney, 2015; Wang et Barney, 2006). L'étude de Frank et Obloj (2014) a montré que lorsque les managers ayant un capital humain spécifique très élevé sont plus productifs dans la vente de prêts mais en revanche ils sont plus susceptibles de manipuler les conditions de prêt pour augmenter leurs primes de rendement. Cette situation peut conduire in fine à une altération de l'effet positif attendu par un gain de la productivité. Nous testons donc l'hypothèse suivante :

**Hypothèse 3 :** Le capital humain spécifique très élevé finit par avoir un impact négatif sur la performance individuelle : Elle est positive puis devient négative (effet curvilinéaire).

Nous avons également postulé une hypothèse concernant la mobilité du capital humain qui est une problématique capitale pour les réseaux d'agences bancaires. Même si cette mobilité s'effectue à l'intérieur de la même la banque, il peut avoir néanmoins une certaine déperdition du capital humain du salarié notamment celui qui lié au capital humain spécifique de l'équipe (Chillemi et Gui 1997). Ainsi, lorsqu'un salarié quitte une agence pour une autre, sa productivité pourrait en pâtir au moins à court terme. Une partie de ce capital humain

spécifique à l'équipe est perdue le temps qu'il se familiarise à nouveau à sa nouvelle équipe, ses clients et à son environnement.

**Hypothèse 4 :** La mobilité du salarié en cours d'année a un impact négatif sur sa performance individuelle.

**Au niveau méso (agences bancaires) :**

Comme nous l'avons souligné ci-dessus, la littérature a montré que le capital humain spécifique peut constituer une ressource clé dans la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (Addison et Siebert, 1979). Nous estimons que la performance des salariés est repérable en premier lieu au niveau de son unité de travail (l'agence bancaire) et que le niveau et la qualité du capital humain varie d'une agence à l'autre. Nous postulons donc des effets différenciés d'une agence bancaire à l'autre. Ce qui nous amène à formuler les hypothèses suivantes :

**Hypothèse 1 :** Le capital humain spécifique a un effet positif sur la performance des agences bancaires

**Hypothèse 2 :** L'impact du capital humain spécifique est plus élevé pour les agences confrontées à une concurrence plus accrue : le capital humain spécifique contribue à la performance des agences par rapport à leurs concurrents directs.

### **3. Terrain d'étude, politique de développement du capital humain et organisation des agences bancaires**

Notre terrain d'étude est une banque régionale, le Crédit Agricole Centre France (CACF). Au-delà de la facilité d'accès et du confort qu'autorise la convention CIFRE, le choix du secteur bancaire s'avère intéressant pour notre analyse notamment en raison de son maillage sur son territoire d'activité. Le CACF est une banque coopérative et mutualiste présente sur cinq départements : l'Allier, le Cantal, la Corrèze, la Creuse et le Puy-de-Dôme. Fortement ancrée

sur son territoire, innovante et leader sur tous les marchés, elle s'affirme comme la première banque de l'Auvergne et du Limousin avec plus de 931 100 clients, 2300 collaborateurs et 227 agences bancaires<sup>17</sup>. Le CACF, comme toutes les autres banques régionales coopératives assure les fonctions commerciale, bancaire, financière et logistique du Groupe Crédit Agricole sur les départements de son périmètre d'activité. Elle est indépendante et partage les valeurs mutualistes du Groupe. D'abord orienté exclusivement vers l'agriculture, l'évolution de la réglementation en 1985 lui a permis d'élargir progressivement ses compétences, de diversifier ses activités et de s'ouvrir vers des nouveaux clients. Aujourd'hui, le CACF s'est développé dans les domaines de la banque, de l'assurance et de l'immobilier.

Les politiques relatives au capital humain de l'entreprise incombent à la direction des ressources humaines installée au siège. Le rôle de cette direction consiste à gérer le personnel en assurant principalement les recrutements, la formation et le développement des carrières. Ce département joue donc un rôle important dans la stratégie de développement du capital humain.

On distingue nettement deux composantes au Crédit Agricole Centre France le réseau et le siège. Le siège est l'unité chargée d'organiser les activités des agences bancaires sur le territoire. Il est composé essentiellement des métiers appartenant à la famille « Fonctions supports » et à la famille « Métiers des traitements »<sup>18</sup>. On y retrouve entre autres des administratifs, des analystes risques, des juristes, des comptables, des gestionnaires marketing, des gestionnaires en ressources humaines, des gestionnaires back office, des informaticiens etc. Quant au réseau de proximité, il correspond à l'ensemble des agences bancaires sur le territoire géographique du CACF permettant de répondre aux besoins de la

---

<sup>17</sup>Données au 31 décembre 2016 ; <https://www.ca-centrefrance.fr/votre-caisse-regionale-vie-mutualiste.html>

<sup>18</sup> Selon la classification de l'observatoire des métiers de banques [http://www.observatoire-metiers-banque.fr/f/fiches\\_metiers/Cartographie-des-metiers-de-la-banque](http://www.observatoire-metiers-banque.fr/f/fiches_metiers/Cartographie-des-metiers-de-la-banque)

clientèle et de créer ainsi de la valeur. L'organisation des agences bancaires est verticale et le pouvoir décisionnel est centralisé. Le siège de la banque prend les décisions stratégiques qui sont ensuite transmises aux managers d'agence. Hubrecht et Guerra (2005) associent les agences à des succursales car elles en présentent les principales caractéristiques : c'est la direction générale (le siège) qui décide de l'assortiment des produits, de la localisation, et de la dotation en ressources de chaque agence. Au CACF, chaque agence bancaire est gérée par un manager d'agence qui selon la taille de l'agence peut être un directeur d'agence principale (DAP), un directeur d'agence (DA) ou un responsable de point de vente (RPV). Les responsables d'agences sont tenus de gérer leur équipe et de motiver leurs collaborateurs directs pour atteindre les objectifs fixés par le siège notamment par la direction marketing. Les autres membres de l'équipe sont constitués de métiers appartenant à la fonction « Force de vente ». Les nouvelles recrues sont intégrées à l'équipe en tant qu'assistant clientèle notamment à l'accueil où ils commencent l'apprentissage du métier bancaire. Ils sont également intégrés dans un programme de formation spéciale intitulé « *programme jeune embauché* » qui dure deux ans. La politique des ressources humaines met l'accent sur la promotion interne et la montée des compétences et des spécialisations. La liste complète des métiers du réseau est donnée en annexe 3.

Au regard de cette structure des agences bancaires et de l'implication du capital humain dans le processus de création de valeur, cette étude se donne pour objectif de mesurer le capital humain spécifique et d'examiner son impact sur la performance des collaborateurs et des agences bancaires.

## 4. Méthodologie de recherche

### *a. Echantillon, données et sources*

En travaillant en collaboration avec la direction des ressources humaines, nous avons eu accès aux données sur le personnel des agences bancaires (âge, diplôme, historique d'emploi, formation, absences etc.). Des entretiens préparatoires ont été effectués également dans cinq agences afin de mieux comprendre le fonctionnement au quotidien des équipes et notamment la gestion humaine des collaborateurs. Les données financières ont ensuite été collectées sur les différentes agences et comportent essentiellement les variables de performance (produit net bancaire, montant de collectes, crédits, conquêtes). Ce contexte spécifique de recherche a permis d'enrichir notre étude et d'enrichir un contact permanent avec le « terrain ». En plus de ces données recueillies, s'ajoutent les informations collectées sur les communes du territoire géographique du CACF (notamment le nombre d'habitants, le salaire médian, le taux de pauvreté etc.). La période couverte par l'étude est 2015 et 2016<sup>19</sup>. A partir de ces données fines, une mesure du capital humain spécifique a été développée afin de tester les hypothèses mentionnées plus haut.

### *b. La mesure du capital humain spécifique*

Selon Becker (1962) le capital humain spécifique se crée lorsque des ressources sont allouées à la formation et à la familiarisation des nouveaux employés aux connaissances et routines de l'entreprise. La plupart des études utilisent les années d'expérience passées dans l'entreprise comme mesure du capital humain spécifique (Bergh, 2001; Carpenter et al., 2001; Pennings et al., 1998; Ployhart et Moliterno, 2011; Teece, 1986; Topel, 1990; Wang et al., 2009). La notion de capital humain spécifique a été traditionnellement utilisée pour la firme et les économistes l'ont largement utilisé pour expliquer la rémunération des individus qui décident d'investir

---

<sup>19</sup> En effet, ce n'est qu'à partir de 2015 que les données de produit net bancaire sont disponibles par agences

dans leur capital humain spécifique (Addison et Siebert, 1979; Lazear, 2009; Poletaev et Robinson, 2008a).

Nous développons une mesure du capital humain qui tient compte à la fois de l'ancienneté des employés dans l'entreprise mais également du niveau d'expertise de l'emploi. En effet, dans les politiques des ressources humaines, lorsqu'un nouvel employé est recruté, celui-ci débute au « bas de l'échelle » et se voit attribuer une position d'emploi correspondant à un certain degré d'expertise et de compétences de l'emploi occupé. Cette hiérarchie dans la position de l'emploi équivaut à notre point de vue à une spécification du capital humain dans le réseau d'agences bancaires (confère [annexe 3](#)). Ceci nous a été confirmé par l'enquête préparatoire et les entretiens que nous avons eus au siège et en agence. Les nouvelles recrues suivent dès lors un programme de carrière qui commence en général par le métier d'assistant clientèle correspondant à la position la plus basse (position 4). Le nouvel employé est amené à évoluer et progresser dans l'organisation en acquérant une expertise et des compétences spécifiques. Il peut évoluer entre les différents métiers des agences jusqu'à atteindre le poste de directeur d'agence principale correspondant aux positions les plus élevées du réseau de proximité. Grâce à l'historique d'emploi des salariés, notre mesure de capital humain spécifique a été construite. Elle est égale aux nombres d'années passées (ancienneté) pondérés par le degré de spécificité de l'emploi occupé (position de l'emploi). Cette mesure permet ainsi de capter le degré de développement du capital humain spécifique et la distance entre les métiers dans le réseau d'agence bancaire. Par la suite, la moyenne par agence du capital humain spécifique a été calculée<sup>20</sup> pour le niveau agence. Notre mesure s'inspire des travaux de Poletaev et Robinson (2008) qui ont utilisé le dictionnaire des titres professionnels<sup>21</sup> pour définir le portefeuille de compétences de chaque métier. Ils ont ensuite construit des mesures de distance entre les

---

<sup>20</sup> Pour des raisons de disponibilité de données sur la position d'emploi des salariés, la mesure a pris en compte l'historique d'emploi des trois années passées dans l'entreprises par le salarié.

<sup>21</sup> The Dictionary of Occupational Titles , faisant référence à une publication du département du travail des États-Unis qui a répertorié plus de 13 000 types de travaux différents

métiers en termes de compétences spécifiques requises. Nous considérons dans une certaine mesure, la position d'emploi dans le réseau de proximité comme caractérisant le degré de spécificité du capital humain dans chaque métier. Un exemple de calcul du capital humain d'un salarié est présenté en annexe 4.

Par ailleurs, une mesure du capital humain générique a également été proposée dans l'analyse de la performance individuelle. Elle a été construite en créant une variable muette qui vaut 1 lorsque le salarié a obtenu un diplôme d'études BAC+4 ou BAC+5. Le niveau du diplôme est souvent utilisé dans la littérature pour capter le capital humain générique (Pil et Leana, 2009).

### *c. Variables dépendantes*

Nous utilisons deux variables de performance selon l'approche. Au niveau de la performance des salariés, nous utilisons la rémunération extra conventionnelle (REC). Cela représente un outil important de la politique de rémunération et d'incitations des salariés de la banque. Cette rémunération supplémentaire accordée aux salariés dépend du taux d'atteinte des objectifs fixés en début d'année pour chaque salarié. Nous pensons à juste titre que cette rémunération reflète en grande partie la performance du salarié à un moment donné. Au niveau de l'agence, le Produit Net Bancaire (PNB) est utilisé comme variable de performance. Il est l'équivalent de la valeur ajoutée et représente un indicateur standard de la « performance » d'une agence ou d'une institution bancaire. Cette mesure de performance est retenue au niveau de l'agence car elle correspond à une évaluation plus pertinente de la production bancaire et correspond à la marge globale sur capitaux engagés (Plihon, 1995). En guise de robustesses, d'autres mesures de performance ont été utilisées par la suite notamment le montant de crédits, de prêts réalisés par les agences.

*d. Variables de contrôle*

Plusieurs variables de contrôle pouvant influencer la performance des agences bancaires ont été utilisées. Tout d'abord, la taille des agences bancaires est importante dans l'analyse de la performance des banques. En particulier, les études utilisant la méthode d'enveloppement des données (« *Data Envelopment Analysis- DEA*») intègrent la taille pour évaluer l'efficacité opérationnelle ou l'efficacité technique des agences bancaires (De La Villarmois, 1999; Deville et Leleu, 2012). La taille de l'agence a été mesurée par le nombre de salariés de l'agence. Le nombre de jours d'absence a également été introduit dans l'analyse car l'absentéisme est susceptible d'influencer la production. Pour capter l'influence de la concurrence sur la performance des agences, nous avons introduit une mesure de concentration notamment le nombre d'agences bancaires dans la commune. La localisation de l'agence peut également influencer la performance. Une variable binaire qui vaut 1 si l'agence est située dans une commune urbaine et 0 si elle est plutôt installée dans une commune rurale a été introduite dans les régressions afin de contrôler pour la localisation géographique. Pour terminer, des variables muettes pour les années et les départements ont été également introduites.

*e. Modèle économétrique*

Nos données comportent une structure particulière ; elles sont emboîtées entre elles dans trois structures différentes (Tableau 4). En effet, les salariés travaillent au sein d'agences qui sont-elles mêmes installées dans des communes. On peut supposer que la performance des salariés est corrélée au management de l'agence. De même, la performance moyenne au niveau des agences est corrélée (en raison des conditions socio-économiques) aux communes où sont implantées les agences bancaires. Autrement dit, les performances des employés peuvent différer entre les individus, entre entreprises et entre communes. Pour ces types de données, l'utilisation des moindres carrés ordinaires (MCO) peut engendrer des biais. Raudenbush et Bryk (2002) recommandent l'utilisation de modèles multiniveaux aussi appelés modèles

hiérarchiques ou modèles mixtes pour capter la variance de la variable dépendante lorsque les variables expliquées varient à plus d'un niveau. L'utilisation des modèles multiniveaux permet ainsi d'examiner l'impact du capital humain sur la performance individuelle et au niveau des agences en intégrant le contexte (agence – communes). Les modèles multiniveaux ont été largement utilisés dans la littérature notamment en science de l'éducation, de la santé, en économie du travail et dans les études sur la performance des individus et des entreprises. Par exemple Crocker et Eckardt (2014) utilisent un modèle multiniveau sur les données de la Ligue majeure de baseball aux Etats-Unis, pour mettre en évidence l'effet modérateur des politiques de ressources humaines sur le lien entre le capital humain et la performance individuelle.

**Tableau 4 : Facteurs à chaque niveau susceptible d'influencer la performance des salariés et des agences bancaires**

	<b>Niveau hiérarchique</b>	<b>Exemple de variable</b>
Niveau 3	Communes	Population, concurrence Type de communes (rurale vs urbaine)
Niveau 2	Agences	Type d'agence, taille de l'agence, capital humain spécifique
Niveau 1	Salariés	Capital humain (générique et spécifique), âge , ancienneté, nombre de jours d'absences etc.

La variable expliquée est toujours au niveau le plus désagrégé (dans notre étude niveau 1 pour l'analyse de la performance individuelle (REC) et niveau 2 pour la performance des agences (PNB).

## 5. Résultats

### *a. Statistiques descriptives*

Les statistiques descriptives pour les niveaux individuels (salariés), et des groupes (agences et communes) sont répertoriées dans le tableau 5. Le tableau des corrélations des variables se trouvent en annexe 5. On constate que la moyenne de la performance des salariés (REC) est de 102,80<sup>22</sup> et que le PNB moyen pour l'ensemble des observations est 1831569 €. Aussi l'âge moyen des collaborateurs dans le réseau de proximité est de 38 ans (l'âge minimal et maximum étant respectivement de 20 et 67 ans). Environ 11% de salariés ont effectué une mobilité sur la période 2015 – 2016.

---

<sup>22</sup> La REC est sur une base de 100 ; 100% correspondant à l'atteinte des objectifs

**Tableau 5 : Statistiques descriptives données**

Variable	Moyenne/Freq	Ecart type	Min	Max
<b>Niveau individuel: salarié</b>				
Performance individuelle (REC)	102,80	8,73	50	135
Capital humain spécifique	18,60	8,59	0,33	45
Age	38,08	10,97	20	67
Nombre de jours d'absence	26,39	43,38	0,5	262
Capital humain générique	0,30	0,46	0	1
Ancienneté	12,83	11,62	0	44
Mobilité	0,11	0,31	0	1
<b>Niveau agence</b>				
PNB Total	1831569	1072401	16358,14	6521950
PNB Assurances	116113,7	63221,61	659,15	402714,8
PNB Collecte	899819,3	557937,9	8999,91	3264711
PNB Crédit	254843,8	161662,7	-11432,46	949411,9
PNB Tarification	560791,8	333747,1	6754,83	2100346
Ancienneté moyenne	11,96	4,50	1,5	34
Nombre de salariés	9,20	4,57	1	23
<b>Niveau de la localisation: commune</b>				
Population	21960,29	40022,85	384	141365
Nombre d'agences bancaires	19,89	30,41	1	109
Commune urbaine	0,6633663	0,4731443	0	1

Le niveau individuel comprend 1571 salariés ; le niveau agence comprend 205 agences bancaires et la localisation comprend 148 communes.

## *b. Résultats économétriques*

### *i. Analyse de la performance individuelle*

Avant de tester les hypothèses de notre étude, il faut s'assurer de la justification de l'utilisation d'un modèle multiniveau (Raudenbush et Bryk, 2002; Crocker et Eckardt, 2014). Pour cela, la règle consiste à tourner un modèle vide<sup>23</sup> (sans aucune variable explicative) et de décomposer la variance totale de la performance des salariés. Dans notre cas, on constate que la variance

<sup>23</sup> Le modèle vide est déroulé en [annexe 6](#) pour des raisons de clarté

inter-communes est significative ( $\tau_{00} = 5,32, p < 0,05$ ), indiquant ainsi que les facteurs de localisation (communes) sont susceptibles d'impacter la performance des individus (salariés). De plus, la variance expliquée par l'effet du groupe<sup>24</sup> « communes » est de 0,032 ; ce qui signifie qu'environ 3,2% de la performance individuelle des salariés est expliquée par le fait d'être localisé dans une commune donnée. Certaines communes présentent ainsi un environnement socio-économique plus favorable que d'autres à la « performance » de l'agence bancaire. L'implantation d'une agence donnée dans une commune a une influence sur sa performance. De même, la variance inter-agences est significative ( $\tau_{00} = 5,32, p < 0,05$ ), et indique que les caractéristiques des agences influent sur la performance individuelle des salariés. La variance expliquée par l'effet agences est de 0,056 ; ce qui indique qu'environ 5,6% de la variance est expliquée par l'effet d'appartenance à une agence donnée. Ces résultats même s'ils demeurent relativement faibles démontrent que la modélisation multiniveau apporte une explication supplémentaire à la performance des salariés. Autrement dit, les caractéristiques des communes et des agences jouent un rôle non négligeable dans l'explication de la performance des salariés. On peut alors passer à l'étape suivante en incluant cette fois-ci les variables explicatives concernant les agences et les groupes. Les résultats sont présentés dans le tableau 6 ci-dessous. Dans le modèle 1, l'hypothèse d'un impact du capital humain générique (au moins BAC+4) sur la performance individuelle est testée et est confirmée par les résultats (modèle 1,  $\beta = 1.503, p < 0.01$ ). Ainsi, les salariés ayant un capital humain générique élevé ont une performance plus élevée par rapport aux salariés qui ont moins de capital humain générique. Ce résultat est intéressant pour les banques dans la mesure où il confirme l'intérêt de recruter des collaborateurs plus diplômés et disposant d'un capital humain générique plus élevé. Dans le modèle 2, on constate que le capital humain spécifique a un impact positif et significatif sur la performance des salariés (modèle 2,  $\beta = 0,3975, p < 0,01$ ). Ainsi, une augmentation du

---

<sup>24</sup> Désignée sous le terme de ICC pour Intra Class Correlation en anglais. Il correspond à la part de la variance expliquée par l'effet groupe.

capital humain spécifique d'une unité engendre une augmentation de leur performance de 0,40 point toute chose égale par ailleurs. Dans le modèle 3 et 4, l'hypothèse d'un impact curvilinéaire de l'impact du capital humain spécifique est testée. Les variables au carré sont introduites : le capital humain spécifique au carré (Modèle 3) et l'ancienneté au carré (Modèle 4). Les résultats ne permettent pas de valider l'hypothèse d'un effet curvilinéaire du capital humain spécifique. En revanche on constate que l'ancienneté a un effet curvilinéaire en forme de U inversé car la variable au carré est négativement significative ( $\beta = -0,0128$ ,  $p < 0.01$ ) tandis que la variable ancienneté est positivement significative ( $\beta = 0,5686$ ,  $p < 0.01$ ). À notre avis, il n'y aurait pas d'évidence directe d'une relation curvilinéaire entre le capital humain spécifique et la performance des salariés. Cependant, on peut noter un effet « ancienneté » car l'ancienneté du salarié a un effet positif sur la performance des salariés jusqu'au seuil de 22 ans d'ancienneté, seuil à partir duquel l'ancienneté du salarié joue un rôle négatif sur la performance. Enfin, dans le modèle 5, les résultats montrent qu'il y a un impact significatif de la mobilité sur la performance individuelle des salariés (Modèle 4,  $\beta = -0,9844$ ,  $p < 0.01$ ). Ce résultat introduit la problématique du déploiement et de la mobilité des personnes détentrices de capital humain spécifique. En effet, une très forte mobilité peut engendrer une perte en terme de performance individuelle à court terme<sup>25</sup>. Or les banques ont généralement des plans de mobilité qui incitent les salariés à changer régulièrement d'agence, notamment pour progresser dans leur carrière. Enfin, on peut également noter que les résultats mettent en évidence un impact négatif et significatif de l'absentéisme des salariés et car la variable d'absentéisme est négativement significative dans toutes les régressions.

---

<sup>25</sup> La période couverte (2015-2016) étant insuffisante pour tester l'effet de long terme

**Tableau 6 : Régressions multiniveaux : Estimation de la performance individuelle**

Var indépendantes	Variable dépendante: REC				
	1	2	3	4	5
<b>Caract. individuelles</b>					
CH générique	1,5038*** (0,4137)				
CH Spécifique		0,3975*** (0,0253)	0,4133*** (0,0511)		0,3945*** (0,0256)
CH spécifique <sup>2</sup>			-0,0004 (0,0012)		
Ancienneté				0,5686*** (0,0714)	
Ancienneté <sup>2</sup>				-0,0128*** (0,0018)	
Age	-0,0357* (0,0212)	-0,2293*** (0,0269)	-0,2291*** (0,0270)		-0,2341*** (0,0270)
NB de jours d'absences	-0,0301*** (0,0046)	-0,0286*** (0,0043)	-0,0287*** (0,0043)	-0,0311*** (0,0043)	-0,0287*** (0,0043)
Mobilité					-0,9844** (0,3962)
<b>Caract. des agences</b>					
Ancienneté moyenne	-0,0851* (0,0463)	-0,0537 (0,0424)	-0,0543 (0,0425)	-0,1111** (0,0456)	-0,0514 (0,0421)
Nb de salariés	-0,0630 (0,0417)	-0,0434 (0,0396)	-0,0423 (0,0402)	-0,0328 (0,0457)	-0,0416 (0,0390)
<b>Caract. de la localisation</b>					
Population (en log)	0,5682*** (0,2145)	0,6335*** (0,2125)	0,6321*** (0,2129)	0,4886** (0,2269)	0,6330*** (0,2104)
Nb d'agences	-0,0287*** (0,0076)	-0,0286*** (0,0076)	-0,0285*** (0,0076)	-0,0241*** (0,0080)	-0,0283*** (0,0075)
Constante	101,5300*** (1,7332)	100,8358*** (1,7123)	100,7200*** (1,7072)	103,2478*** (2,0632)	101,1380*** (1,6950)
Muettes années	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561

Le niveau individuel comprend 1571 salariés ; le niveau agence comprend 204 agences bancaires et la localisation comprend 148 communes. Entre parenthèses les écarts types : \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

ii. Analyse de la performance des agences

Un modèle multiniveau est également utilisé avec cette fois-ci comme variable expliquée la performance des agences bancaires mesurée par le produit net bancaire (PNB). Les données concernent 204 agences bancaires situées dans 148 communes. La période d'analyse couvre les années 2015 et 2016. Dans cette approche, le premier niveau est l'agence et le deuxième niveau concerne la commune. Comme dans l'approche individuelle de la performance, un modèle vide (sans aucune variable explicative) pour s'assurer la cohérence du modèle. Dans notre cas, on constate que la variance inter-communes est significative ( $\tau_{00}=6,46$ ,  $p < 0,01$ ), indiquant ainsi que les facteurs de localisation (communes) sont susceptibles d'impacter la performance des agences. De plus, la variance expliquée par l'effet du groupe « communes » est de 0,1938 ; ce qui signifie qu'environ 19,38% de la performance des agences est expliquée par le fait d'être localisé dans une commune donnée. L'utilisation d'un modèle multiniveau est justifiée et on peut passer à l'étape suivante en incluant les variables explicatives. Les résultats sont présentés dans le tableau 7 ci-dessous. Dans le modèle 1, les résultats mettent en évidence un lien positif et significatif entre le capital humain spécifique et la performance des agences bancaires ( $\text{Beta}=0,04$  ;  $p < 0,01$ ). Une augmentation de 1% du capital humain spécifique engendre une augmentation de 4% du PNB total. Dans le modèle 2 – 5, le PNB est décomposé en ces sous composantes (assurance, collecte, crédit et tarification) et les résultats montrent un impact positif et significatif du capital humain spécifique et les différents éléments composant le PNB. Pour tester l'hypothèse de l'effet modérateur que joue le capital humain spécifique dans la performance, une variable interactive entre la variable CH spécifique et la variable Nb de banques est introduite dans le modèle 6. Les résultats valident l'hypothèse de l'effet modérateur du capital humain spécifique sur la concurrence. En effet, le coefficient de la variable interactive est positif et significatif ( $\text{beta}=0,005$ ,  $p < 0,01$ ) tandis que le coefficient de la variable de concurrence est négatif et significatif ( $\text{beta}=-0,1606$ ,  $p < 0,01$ ). Ce résultat traduit l'effet modérateur que joue le capital humain spécifique en réduisant l'effet négatif de la

concurrence. Plusieurs régressions supplémentaires ont été réalisées en guise de robustesse notamment l'utilisation de variables alternatives à la performance des agences bancaires (crédits, de prêts réalisés par les agences) ainsi l'utilisation de variables de contrôle supplémentaires. Les résultats restent sensiblement identiques à ceux trouvés plus haut. Ces régressions sont présentées en annexe 8 et 9.

**Tableau 7 : Régressions multiniveaux : Estimation de la performance des agences bancaires**

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Agences	PNB_Total	lnPNB_Ass	lnPNB_Collect	lnPNB_Cred	lnPNB_Tarification	lnPNB_Total
<b>CH</b>						
<b>spécifique</b>	<b>0,0400***</b>	<b>0,0293***</b>	<b>0,0426***</b>	<b>0,0266***</b>	<b>0,0399***</b>	<b>0,0198**</b>
	(0,0086)	(0,0097)	(0,0100)	(0,0101)	(0,0079)	(0,0082)
Nb salariés	0,1425***	0,1289***	0,1530***	0,1225***	0,1344***	0,1351***
	(0,0061)	(0,0068)	(0,0071)	(0,0069)	(0,0056)	(0,0054)
Age moyen	0,0001	-0,0001	0,0014	-0,0015	0,0013	-0,0028
	(0,0042)	(0,0048)	(0,0048)	(0,0050)	(0,0039)	(0,0057)
Absentéisme	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
	(0,0002)	(0,0002)	(0,0002)	(0,0002)	(0,0002)	(0,0001)
<b>Localisation</b>						
<b>Nb banques</b>	<b>-0,115***</b>	<b>-0,157***</b>	<b>-0,1341***</b>	<b>-0,1150***</b>	<b>-0,0713**</b>	<b>-0,1606***</b>
	(0,0310)	(0,0377)	(0,0340)	(0,0433)	(0,0293)	(0,0367)
Interaction						0,0050**
						(0,0023)
Type de commune	-0,1545***	-0,0954	-0,1851***	-0,3039***	-0,0257	-0,1335***
	(0,0535)	(0,0625)	(0,0607)	(0,0683)	(0,0497)	(0,0441)
Muettes années	-0,0116	0,0817**	-0,0277	-0,0474	-0,0051	-0,0290
	(0,0310)	(0,0335)	(0,0366)	(0,0318)	(0,0279)	(0,0277)
Constante	12,8532***	10,4154***	12,0202***	11,4616***	11,4988***	13,3895***
	(0,1912)	(0,2155)	(0,2209)	(0,2198)	(0,1749)	(0,2482)

Le niveau agence comprend 204 agences bancaires et la localisation comprend 148 communes. Ecart type entre parenthèses : \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

## 6. Discussion des résultats

Le capital humain est devenu aujourd'hui plus que jamais un facteur crucial dans la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises. Plusieurs théories ont expliqué son importance à plusieurs niveaux à commencer par la théorie du capital humain qui soutient que le comportement (rationnel) des individus à investir dans leur formation leur procure plus de richesse et de bien être par un gain de productivité. Au niveau de l'entreprise, la théorie des ressources stipule que les entreprises qui maîtrisent et détiennent des ressources « valorisables », rares, inimitables et non substituables sont celles qui créent le plus de valeur. Plusieurs auteurs stipulent que le capital humain peut devenir ce type de ressource capable de créer de la valeur surtout lorsque celui-ci est spécifique à la firme. Ainsi le capital humain, cet actif intangible détenu par les salariés peut générer de la performance à plus d'un niveau : individuel, groupe, et organisation (Riley, Michael et Mahoney, 2017). Dans le cadre de cette recherche, nous avons analysé l'impact du capital humain à la fois sur la performance individuelle(salarié) et la performance au niveau de l'organisation (agences).

Les résultats au niveau de la performance individuelle des salariés ont mis en évidence tout d'abord que le capital humain générique a un impact positif et significatif sur la performance individuelle des salariés (Hypothèse 1). L'idée que les salariés ayant un capital humain de départ élevé ont de meilleures performances est validée dans le cadre de cette étude empirique. La théorie du capital humain souligne en effet l'importance de l'éducation formelle sur l'amélioration de la productivité des individus (Becker, 1964). En effet, l'éducation formelle permet aux individus de développer des aptitudes, une culture apprenante et la capacité de lire et de traiter des informations complexes (Boeker, 1997; Smith, Collins et Clark, 2005) et ainsi améliore leur performance. Ce résultat est important pour le CACF en terme d'implications managériales notamment en ce qui concerne le recrutement. En effet, les banques doivent veiller à se doter d'un capital humain de départ élevé par le recrutement qui dévient dès lors

un enjeu crucial (Guéry 2011). L'hypothèse 2 d'un impact positif du capital humain spécifique sur la performance individuelle a été également validée par les résultats économétriques. Ce résultat traduit le fait que plus le salarié maîtrise et se spécialise dans la banque, plus il sera performant en raison des connaissances et compétences accumulées (Schmidt, Hunter et Outerbridge, 1986). Cependant, on peut se poser la question de l'existence d'un seuil de spécificité au-delà duquel il y aurait un impact négatif sur la performance des salariés. En effet, Frank et Obloj (2014) ont montré que les salariés ayant un capital humain spécifique très élevés sont tentés d'avoir des comportements opportunistes visant à tirer un profit personnel des politiques d'incitations mise en place au détriment de la performance. L'hypothèse 3 postule pour cela l'existence d'un effet curvilinéaire du capital humain spécifique sur la performance individuelle et les résultats ne permettent pas de la valider dans le cadre de cette étude. Cependant, pour pousser plus loin la réflexion, l'ancienneté a aussi été utilisée en lieu et place de notre mesure de spécificité du capital humain et les résultats ont montré l'existence d'un effet curvilinéaire (U inversé) entre l'ancienneté et la performance des salariés. Pris ensemble, ce double résultat appelle à développer des tests dans cette perspective à l'avenir, sur une période plus longue et/ou avec un échantillon plus important. Pour comprendre ce résultat, rappelons que la mesure de performance des salariés est basée sur une politique de rémunération (d'incitation) qui est subordonnée à la performance individuelle. Cette politique de rémunération vise avant tout à inciter et motiver les salariés et permettre d'accroître la productivité et de pallier aux problèmes potentiels d'agence des contrats (Hölmstrom, 1979; Levinthal, 1988). Ce résultat montre par conséquent les limites de cette politique d'incitation. En effet, lorsque le salarié a une faible ancienneté, sa sensibilité vis-à-vis de l'incitation pécuniaire est plus forte. En revanche lorsque l'ancienneté augmente, le salarié devient insensible (ou moins sensible) aux politiques d'incitation. Il existe donc un seuil d'ancienneté (dans notre cas 22 ans) au-delà duquel la performance du salarié baisse avec l'ancienneté. Plusieurs chercheurs ont mis en évidence cette relation curvilinéaire (U inversé) entre

l'ancienneté et la performance (Sturman, 2003; Ng et Feldman, 2010; Uppal, 2017). Parmi, les explications possibles, on peut supposer qu'un salarié qui a une ancienneté élevée a constitué un patrimoine financier conséquent et serait moins incité par les politiques d'incitation basées sur la rémunération. Une autre explication pourrait être liée au fait que l'ancienneté est positivement corrélée à l'exigence des emplois, ce qui peut se traduire par un effet décroissant sur la performance des salariés. Par la suite, les résultats ont montré que lorsqu'il y a une mobilité de l'agent d'une agence à une autre au cours de l'année, sa performance diminue. Ce résultat peut s'interpréter sous l'angle de la mobilisation et du déploiement du capital humain dans les agences. La mobilité dans le réseau d'agences bancaires est souvent justifiée par d'une part la volonté d'éviter des complaisances potentielles qui pourraient naître de la relation conseiller/client et d'autre part par la volonté légitime du salarié d'évoluer dans son parcours professionnel. Cependant, cette mobilité n'est pas sans conséquence sur la performance des salariés. En effet, le capital humain spécifique du salarié étant relié en partie aux connaissances et aux interactions avec une agence donnée ; il y'aurait donc une certaine déperdition lorsque celui-ci change d'agence. On retrouve cette notion dans le concept de capital humain spécifique à l'équipe (« *Team-specific human capital* » en anglais) développé par Chillemi et Gui (1997). Ces auteurs soutiennent que le capital humain spécifique à l'équipe se développe autour des routines et permettant aux collaborateurs de partager des connaissances tacites, coordonner des tâches, et de traiter l'information, ce qui améliore l'efficacité et la productivité des salariés (Bartel et al., 2011; Chillemi et Gui, 1997). Ainsi, lorsque le salarié quitte une agence pour une autre, il y a un temps d'adaptation nécessaire pour se familiariser avec la nouvelle équipe, les clients et l'environnement le rendant moins productif dans un premier temps. Ce résultat implique que la gestion des ressources humaines doit veiller à réduire la fréquence des mobilités et/ou prêter une attention particulière dans le cas de mobilité afin de veiller au développement du capital humain spécifique dans les agences.

Dans une approche « méso », les résultats ont montré que le capital humain spécifique a un impact positif sur la performance des agences bancaires et est une source d'avantage concurrentiel, au moins locale. En effet, la littérature souligne que le capital humain (spécifique) est devenu une ressource stratégique sur laquelle se fondent la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (Hatch et Dyer, 2004; Wang, He, et Mahoney, 2009; Coff, 1997; Campbell, Coff, et Kryscynski, 2012). Nos résultats corroborent d'une part cette thèse d'une amélioration de la performance lorsque le capital humain spécifique moyen de l'agence augmente et d'autre part, ils relèvent que le capital humain spécifique permet de générer un avantage concurrentiel au niveau du réseau d'agences bancaires. Le capital humain spécifique crée une ressource difficilement imitable par les concurrents compte tenu de son caractère idiosyncrasique. Il se développe lorsque les employés accumulent suffisamment de temps dans l'entreprise pour acquérir des expériences d'apprentissage et des interactions avec les ressources uniques de l'entreprise (Mahoney et Kor, 2015). En terme d'implications, ces résultats suggèrent d'une part que le CACF (comme d'autres institutions bancaires) devrait continuer à promouvoir les politiques visant à renforcer son capital humain (et surtout spécifique) afin de continuer à être leader sur son territoire. D'autre part, ils soulèvent des questions de déploiement du capital humain spécifique et de la composition des équipes au niveau du réseau des agences bancaires. Les agences bancaires situées dans des zones à forte concurrence pourraient davantage être renforcées par un déploiement de salariés ayant un capital humain spécifique élevé.

Cette étude empirique comporte bien entendu des limites qui constitueront sans doute des voies de recherche ultérieures. La relation entre le capital humain et la performance est complexe et le lien de causalité n'est pas évident à démontrer empiriquement (Riley, Michael, et Mahoney, 2017). Tout d'abord, notre période d'étude ne couvre que deux années, ce qui peut se révéler insuffisant. L'étude de Crook et al. (2011) ont montré que la relation entre le capital humain et la performance est plus forte et est mieux captée lorsque des données

longitudinales sont utilisées. Ensuite, la mesure de spécificité du capital humain peut comporter un certain nombre de biais. Le premier est le fait que la mesure ne prend en compte que l'historique d'emploi des salariés entre 2013 et 2016. Ce qui entraîne forcément une perte d'information dans la mesure de la spécificité du capital humain en réduisant la variabilité entre salariés. Aussi, l'historique d'emploi ne tient pas compte de l'expérience des salariés venant d'une autre banque. Même si le nombre de salariés dans ce cas reste faible (la promotion interne fournit environ 90% des postes), cela peut affecter la mesure de spécificité du capital humain. L'utilisation de la REC comme variable de performance peut également poser un certain nombre de problèmes car il est utilisé comme simple méthode d'évaluation des salariés dans le but de les motiver et les inciter. Ainsi les objectifs fixés peuvent être subjectifs ou mal définis car dépendant directement de l'analyse des directeurs commerciaux qui est faillible. Pour terminer, notre étude bien que réalisée dans une banque coopérative et mutualiste, n'intègre pas la dimension du mode de gouvernance, qui peut être intéressante à relier aux modes de management du capital humain (Mahoney et Kor, 2015). En effet, on pourrait se poser la question d'une éventuelle valorisation différente du capital humain entre les banques dites classiques et les banques coopératives sous-entendu que les dernières mettent un accent plus important sur le facteur humain égard à leur mode de gouvernance.

## **7. Conclusion**

Cette étude empirique examine l'impact du capital humain sur la performance des salariés et des agences bancaires. La littérature souligne l'importance de capital humain dans la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (Nyberg et Wright, 2015; Ployhart, Iddekinge, et MacKenzie, 2011; Hatch et Dyer, 2004; Barney, 1991; Cézanne, Krafft et Saglietto, 2018). Cette importance du capital humain est d'autant plus grande dans le secteur bancaire que les banques appartiennent au secteur des services caractérisés par une grande prépondérance du facteur humain. En outre, le secteur est soumis à une forte concurrence et

à des évolutions fréquentes (arrivée de la banque en ligne, vente de produits de plus en plus complexes, concurrence accrue, nécessité de maîtriser les risques etc.). Dans un tel contexte, le capital humain se révèle être dès lors un des leviers si ce n'est le plus important de la croissance durable des banques (Guéry, 2011; Lhomme et Robert de Massy, 2011; Ferrary, 2009). Même si une relation positive entre capital humain et la performance de l'entreprise est largement postulée dans la littérature, il est en revanche plus compliqué de comprendre le mécanisme par lequel l'investissement dans le capital humain améliore la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises. A l'aide de données fines et riches collectées sur la période 2015-2016 à la fois sur les salariés et les agences bancaires d'une banque coopérative et régionale, nous avons proposé une mesure originale du capital humain spécifique. Cette mesure permet de tenir compte du nombre d'années d'expériences des salariés mais également de prendre en compte le degré d'expertise et de spécificité des métiers occupés grâce à l'historique de leur emploi. Cette mesure à notre point de vue apparaît comme une contribution car la littérature antérieure utilise l'ancienneté des salariés comme une mesure de la spécificité du capital humain. Par la suite, nous avons utilisé un modèle multiniveau y égard à la structure hiérarchique de nos données qui sont encadrées entre elles (salariés-agences-communes).

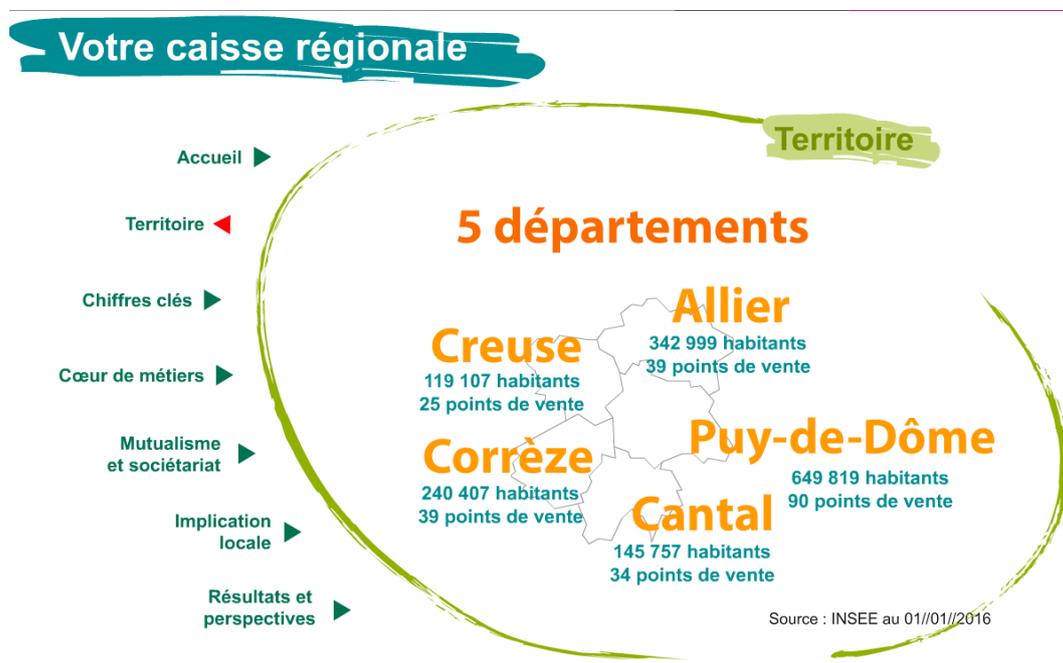
Les résultats ont permis de mettre en évidence l'impact du capital humain sur la performance des salariés (niveau micro) et sur la performance et l'avantage concurrentiel des agences bancaires (niveau méso). Au niveau de la performance des salariés, les résultats ont permis de mettre en évidence l'impact positif à la fois du capital humain (générique et spécifique) sur la performance des salariés. Les résultats ont mis également en évidence des facteurs pouvant réduire la performance des salariés notamment la mobilité et l'absentéisme. Au niveau de la performance des agences bancaires, nos résultats ont révélé que le capital humain spécifique peut devenir une ressource stratégique à l'échelle de l'agence capable d'améliorer non seulement la performance des agences bancaires mais aussi capable de générer un avantage concurrentiel. L'ensemble de ces résultats confirment l'importance du capital humain pour les

activités bancaires et recommande au CACF à porter une attention particulière à sa valorisation par notamment le recrutement, la formation, la promotion interne, les politiques d'incitations et l'implication des salariés dans la stratégie.

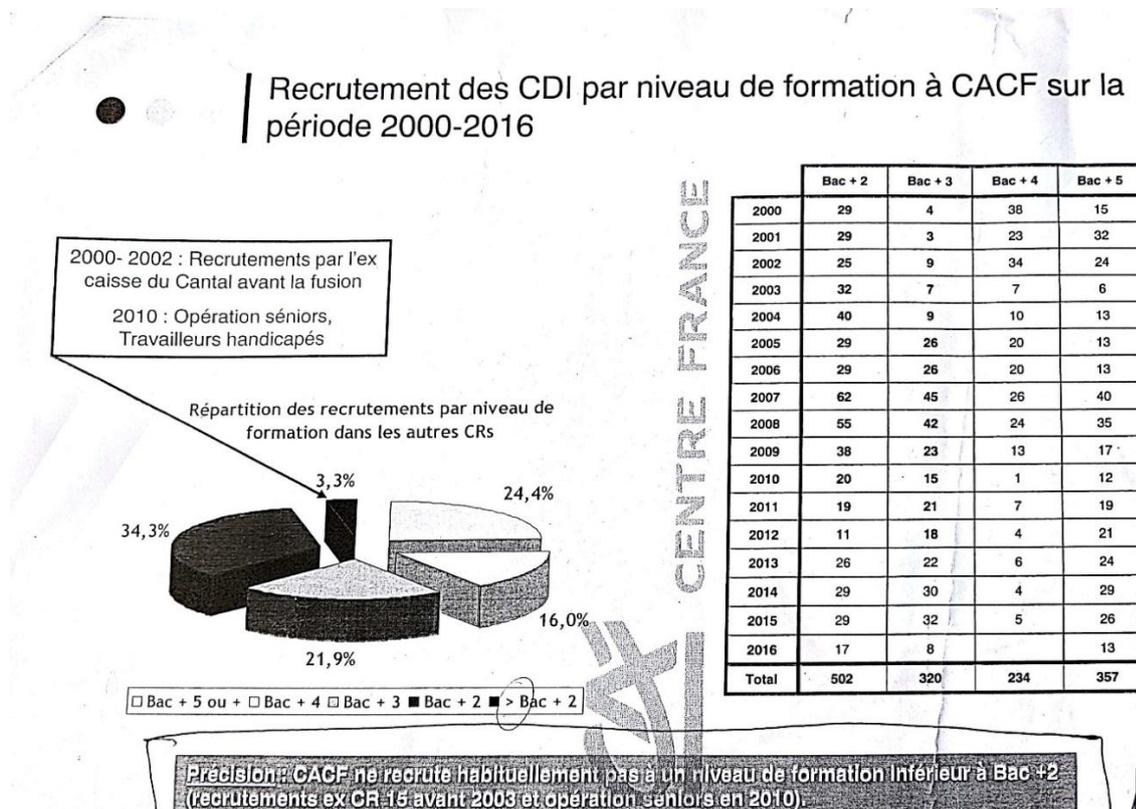
Le développement et l'implication du capital humain des entreprises est aussi lié aux questions de gouvernance car il devient de plus en plus essentiel de créer des mécanismes et des systèmes qui encouragent le développement et la fidélisation capital humain de l'entreprise comme par exemple le mécanisme d'actionnariat salarié.

## Annexes

### Annexe 1 : Couverture géographique du Crédit Agricole Centre France (CACF)



### Annexe 2 : Evolution des recrutements par niveau de diplômes sur la période 2000-2016



**Annexe 3 : Liste des métiers du réseau d'agence bancaire du CACF**

Métiers	Position de l'emploi
Assistant clientèle	4
Attaché commercial	5
Conseiller commercial	6
Conseiller en Gestion de Patrimoine	8
Conseiller Professionnel	8
Conseiller Agricole	8
Conseiller Professionnel et Agricole	8-9
Responsable Point de vente	9-10
Responsable Clientèles	10-11
Directeur d'Agence	10-11
Directeur d'Agence Principale	13-15

Il peut avoir une légère différence dans la position d'emploi en fonction du profil du salarié, de la taille de l'agence et des missions.

**Annexe 4 : Exemple de calcul du capital humain spécifique d'un salarié**

Hist. emploi	Date début	Date de fin	Position	durée	CH spécifique
<b>Conseiller commercial professionnel</b>	31/12/2012	03/03/2013	7	0,16	<b>1,16</b>
<b>Responsable point de vente</b>	04/03/2013	31/12/2015	10	2,75	<b>27,5</b>
<b>Total</b>					<b>28,66</b>

Pour des raisons de disponibilité sur l'historique des emplois, le capital humain spécifique a été calculé sur les trois dernières années soit une fenêtre allant de janvier 2015 à décembre 2016.

**Annexe 5: Matrice de corrélation**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1-Performance individuelle	1										
2-Capital humain spécifique	0,2677	1									
3-Age	-0,0516	0,4902	1								
4-Nombre de jours d'absence	-0,1343	-0,0897	-0,132	1							
5-Capital humain générique	0,0776	0,0407	-0,1784	0,0159	1						
6-Ancienneté	-0,0254	0,5285	0,9109	-0,1265	-0,2442	1					
7-Mobilité	-0,0516	-0,153	-0,1866	0,009	0,0201	-0,1792	1				
8-Ancienneté moyenne	-0,054	0,1141	0,3492	-0,0663	-0,1464	0,3804	-0,0419	1			
9-Nombre de salariés	-0,005	0,02	0,0836	-0,0385	0,0255	0,0743	0,0053	0,1921	1		
10-Nombre d'agences bancaires	-0,0092	-0,0339	-0,0689	-0,0364	0,1317	-0,0749	0,0299	-0,1853	0,0486	1	
11-Population	-0,007	-0,0371	-0,0784	-0,0375	0,1389	-0,0883	0,0278	-0,2182	0,0245	0,9936	1

**Annexe 6 : Modèle vide dans l'approche de la performance individuelle des salariés**

VARIABLES	REC
Constante	102.6484*** (0.2032)
Variance inter-communes	6.4687*** (2.751)
variance inter-agences	0.056*** (2.982)
% de variance expliquée par le groupe commune	3,20%
% de variance expliquée par le groupe commune	5,60%

Ecarts types entre parenthèses : \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Annexe 7 : Modèle vide dans l'approche de la performance au niveau des agences**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
VARIABLES	lnPNB_Total	lnPNB_Ass	lnPNB_Collect	lnPNB_Cred	lnPNB_Tarifcation
Constant	14.2983*** (0.0397)	11.5699*** (0.0409)	13.5661*** (0.0423)	12.3778*** (0.0451)	13.0901*** (0.0383)
Variance inter-communes	6.4687*** (0.0444)	0.3396*** (0.0420)	0.2859*** (0.0460)	0.4378*** (0.0395)	0.2800*** (0.0490)
% de variance expliquée	19,38%	27,99%	16,25%	44,59%	19,82%

Ecarts types entre parenthèses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Annexe 8 : Régressions panel à effets: Impact du capital humain spécifique sur la performance des agences bancaires**

Var Indépendantes	Variable dépendante				
	1	2	3	4	5
	lnPNB_Total	lnPNB_Ass	lnPNB_Collect	lnPNB_Cred	lnPNB_Tarifcation
<b>CH spécifique</b>	<b>0.0220***</b> (0.0040)	<b>0.0173***</b> (0.0036)	<b>0.0188***</b> (0.0042)	<b>0.0336***</b> (0.0065)	<b>0.0253***</b> (0.0042)
Nombre de salariés	0.0785*** (0.0055)	0.0603*** (0.0053)	0.0743*** (0.0060)	0.1054*** (0.0064)	0.0887*** (0.0054)
<b>Nb banques (ln)</b>	<b>-0.1166***</b> (0.0269)	<b>-0.1367***</b> (0.0288)	<b>-0.1348***</b> (0.0310)	<b>-0.2396***</b> (0.0239)	<b>-0.0502**</b> (0.0240)
Age moyen	0.0032 (0.0025)	0.0053** (0.0023)	0.0021 (0.0027)	0.0032 (0.0040)	0.0039 (0.0027)
Constante	13.3425*** (0.1266)	10.6710*** (0.1247)	12.7776*** (0.1389)	11.1327*** (0.1651)	11.9061*** (0.1243)
FE départements	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
FE années	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Nb d'observations	404	404	404	404	404
R <sup>2</sup>	0.739	0.739	0.739	0.739	0.739

Entre parenthèses les écarts types  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Annexe 9 : variables de contrôle supplémentaires et variables alternatives de performance**

VARIABLES	(1) regre1 lnPNB_Total	(4) regre2 lnPNB_Total	(7) regre3 lnCollect	(10) regre4 lnPret
<b>Caract. des agences</b>				
<b>CH spécifique</b>	0.0386*** (0.0086)	0.0396*** (0.0088)	0.0527*** (0.0195)	0.0588*** (0.0097)
Nombre de salariés	0.1410*** (0.0061)	0.1402*** (0.0062)	0.0915*** (0.0137)	0.1116*** (0.0068)
Age moyen	0.0009 (0.0042)	0.0008 (0.0043)	-0.0114 (0.0092)	-0.0102** (0.0048)
Absentéisme	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0004 (0.0004)	0.0002 (0.0002)
<b>Caract. de la localisation</b>				
Population (en log)	-0.1077*** (0.0264)			
Revenu médian (en log)		-0.3081 (0.2616)		
Nb de banque			-0.0168 (0.0461)	-0.0386 (0.0399)
Type de commune	-0.0622 (0.0654)	-0.2267*** (0.0519)	0.2102* (0.1081)	0.4374*** (0.0646)
Muettes années	Oui	Oui	Oui	Oui
Constante	13.4900*** (0.2698)	15.7493*** (2.5836)	12.9300*** (0.4282)	14.0982*** (0.2164)
Observations	404	404	373	404
Nombre d'agences	148	148	145	148

Entre parenthèses les écarts types

\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

# Deuxième partie

L'implication du capital humain dans la gouvernance et la performance via  
le mécanisme d'actionnariat salarié

## **Chapitre 3 : Etude empirique sur les déterminants de l'actionnariat salarié sur le SBF 120 (2000-2014) : le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance**

### **Résumé**

L'actionnariat salarié qui permet aux salariés de se constituer une épargne salariale semble connaître un essoufflement récent alors que la littérature souligne ses nombreux effets positifs pour les sociétés qui le mettent en place. Or, l'actionnariat salarié est susceptible d'avoir des impacts majeurs sur la gouvernance des entreprises le mettant en place. Dans le cadre de cet article, nous explorons donc les déterminants à la fois de la mise en place mais également du niveau d'actionnariat salarié des entreprises. Nous analysons cette question au moyen d'une étude quantitative sur le SBF 120 (2000-2014) et à l'aide de la méthodologie « double hurdle ». Nos résultats soulignent l'impact déterminant de l'intensité en capital humain dans la mise en place de mécanisme d'actionnariat salarié et du rôle de la structure de gouvernance dans l'évolution du niveau d'actionnariat salarié. Les résultats mettent en évidence également l'impact positif de la performance et de la santé financière de l'entreprise sur à la fois la mise en place et le niveau d'actionnariat salarié.

**Mots-clés :** Actionnariat salarié, firmes intensives en capital humain, formes de gouvernance, théorie de l'agence, enracinement managérial

## 1. Introduction

Fer de lance des politiques d'épargne salariale, l'actionnariat salarié permet aux salariés « de [se] constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie. »(Desbrières, 2002:255). L'année 2016 a été une date record pour les augmentations de capital réservées aux salariés<sup>26</sup>. Près de 4% du capital des sociétés cotées françaises (moyenne européenne : 1,7%) est ainsi détenu par environ 2,9 millions de salariés. La France fait ainsi partie des meilleurs « élèves » européens. Ce mécanisme, fait assez notable, est largement plébiscité, aussi bien par les pouvoirs publics que par les dirigeants, les entreprises ou les salariés eux-mêmes. L'idée généralement admise est que les entreprises déployant des mécanismes d'actionnariat salarié ont plus de chances de réussir car les salariés, principaux pourvoyeurs de capital humain, sont directement associés au succès potentiel. La littérature souligne depuis plusieurs années les nombreux effets positifs de ces mécanismes sur la performance de l'entreprise (Desbrières, 2002; Guedri et Hollandts, 2008; Kim et Patel, 2017; O'Boyle et al., 2016) et sur des éléments aussi essentiels que la satisfaction ou la productivité des actionnaires salariés (Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010). Après un pic estimé à 3,5 millions d'actionnaires salariés en France, on constate désormais un effritement régulier du nombre de bénéficiaires de ces mécanismes<sup>27</sup>. D'un point de vue fiscal, le relèvement du forfait social à 20% rend moins attractives les opérations d'actionnariat salarié<sup>28</sup> ce qui incitent moins les entreprises à mettre en place ce type d'opérations (la loi PACTE en discussion à l'Assemblée nationale devrait cependant supprimer le forfait social dans les prochaines années afin de rendre à nouveau attractifs ces dispositifs<sup>29</sup>).

---

<sup>26</sup> <https://www.eres-group.com/etudes-et-enquetes/record-historique-nombre-doperations-dactionnariat-salarie-sbf120-2016/>

<sup>27</sup> <https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/0211860951958-plaidoyer-pour-lactionnariat-salarie-2070914.php>

<sup>28</sup> L'association nationale des sociétés par actions (ANSA) vient par exemple d'évoquer la piste d'un retour du forfait social à 8% afin de restaurer l'attractivité de ce type d'opération.

[http://www.agefiactifs.com/sites/agefiactifs.com/files/fichiers/2017/03/presentation\\_ansa\\_15\\_mars.pdf](http://www.agefiactifs.com/sites/agefiactifs.com/files/fichiers/2017/03/presentation_ansa_15_mars.pdf)

<sup>29</sup> <https://www.lesechos.fr/economie-france/conjoncture/0302212268147-comment-la-loi-pacte-pourrait-soutenir-la-croissance-2202593.php>

Mais le choix d'investir ou non en actions de son entreprise relève aussi de décision individuelle de chaque salarié concerné (Aubert et al., 2009; Aubert et Rapp, 2010). Ainsi, les observateurs relèvent une certaine frilosité pour accentuer la diffusion de l'actionnariat salarié en raison de la (trop ?) forte concentration du risque pour ces épargnants particuliers que sont les salariés (Meulbroek, 2005; Ramaswamy, 2003).

Ce risque majeur, identifié de longue date (Desbrières, 2002), constitue sans aucun doute un obstacle potentiel à une diffusion plus large de ce type de mécanisme. Le courant de la *household finance* s'est penché sur cette problématique depuis plusieurs années (J. Y. Campbell, 2006) et a contribué à mettre en évidence les facteurs individuels qui incitent (ou non) les salariés à investir en action de leur société (Aubert et al., 2009). En effet, dans l'hypothèse où l'entreprise connaît de très graves difficultés, la valeur des avoirs en épargne salariale détenus par les salariés peut être réduite à zéro avec le risque supplémentaire de perdre également son emploi en cas de disparition de l'entreprise (ex : RadioShack en 2015 ou encore Polaroid – 2001 ou United Airlines - 2002). Plusieurs variables sont susceptibles d'agir sur le niveau d'investissement en action de son entreprise et corrélativement sur l'exposition au risque des salariés (l'âge, le sexe, le patrimoine, la rémunération, etc..). Ainsi, les facteurs individuels ont bien été documentés depuis une vingtaine d'année (Kim et Ouimet, 2014).

En revanche, d'autres facteurs, liés à l'entreprise ont jusqu'à présent été très peu examinés. Dans le cadre de cet article, nous mettons l'accent sur des facteurs liés à l'intensité en capital humain et à la gouvernance de l'entreprise. Premièrement, l'actionnariat salarié est présenté comme un mécanisme de sauvegarde et de protection du capital humain surtout celui spécifique à la firme (Blair, 1995; Robinson et Zhang, 2005; Wang et al, 2009) , qui constitue une ressource cruciale pour la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises (Barney, 1991; Wang et Barney, 2006). Les mécanismes d'actionnariat salarié peuvent donc donner une certaine garantie aux employés sur le partage de la rente générée par le

développement de leur capital humain spécifique et, ce faisant, les encourage à investir davantage dans un capital humain spécifique (Blair et Stout, 1999; Mahoney et Kor, 2015), malgré le risque que cela peut susciter. Aussi, l'actionnariat salarié est susceptible d'aligner les intérêts des salariés sur ceux de l'entreprise et des actionnaires et ainsi les impliquerait davantage dans leurs tâches (Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010). En effet, lorsque le capital humain est intensif, le management et la gouvernance des entreprises s'en trouvent modifiés (Blair, 2003; Cézanne, Krafft, et Saglietto, 2018; Cézanne-Sintès, 2008). Dans ce contexte, l'actionnariat salarié peut être utilisé comme une alternative aux politiques de monitoring traditionnels et permettre de réduire ainsi les coûts de surveillance (Desbrières, 2002). Deuxièmement, l'actionnariat salarié est lié intrinsèquement aux questions de gouvernance de l'entreprise. En effet, la décision d'implémenter ou non des mécanismes d'actionnariat salarié est prise au plus haut niveau de l'entreprise, tant cette décision peut être lourde de conséquences pour les équilibres politiques de la gouvernance. Cette décision fait l'objet d'une négociation entre le dirigeant et son conseil dans la plupart des cas (Rauh, 2006), avant que ce choix soit ratifié par l'assemblée générale des actionnaires (Desbrières, 2002). Les facteurs de gouvernance sont cruciaux dans ce choix car les conséquences ultérieures peuvent être majeures (Toe, Hollandts et Valiorgue, 2017). L'actionnariat salarié constitue un élément relativement atypique : c'est un actionnariat interne, souvent réputé proche des dirigeants en place et qui peut déboucher sur une représentation obligatoire au conseil (Desbrières, 2002; Hollandts et al., 2011). Les effets de l'actionnariat salarié sur la gouvernance des entreprises font donc l'objet d'un débat académique (Kim et Ouimet, 2014) surtout quand l'actionnariat salarié est couplé à une éventuelle représentation des salariés au conseil d'administration (Balsmeier et al. 2013; Desbrières, 1997; Guedri et Hollandts, 2008). Certains auteurs soulignent le risque d'un enracinement bilatéral, profitant aussi bien aux dirigeants qu'aux salariés mais se faisant au détriment des actionnaires principaux (Faley et al., 2006).

Dans le cadre de cet article, nous nous focalisons essentiellement sur l'impact de l'intensité en capital humain sur la mise en place des mécanismes d'actionnariat salarié et le rôle des facteurs de gouvernance (forme de gouvernance et enracinement des dirigeants) sur le niveau d'actionnariat salarié des sociétés cotées. Nos résultats, basés sur une étude quantitative longitudinale (2000-2014) démontrent l'influence significative de l'intensité du capital humain, de la structure de gouvernance mais également de la performance et de la santé financière de l'entreprise. Ainsi nous entendons contribuer sur deux éléments. D'une part sur les déterminants de la mise en place et du développement de l'actionnariat salarié, qui, à notre connaissance, sont très peu étudiés dans la littérature. En effet la littérature financière s'est surtout concentrée, dans une optique de gestion de portefeuille, sur les déterminants individuels et la composition des portefeuilles d'épargne salariale (Aubert et al., 2009; Aubert et Rapp, 2008, 2010; Markowitz, Blasi, et Kruse, 2010; Rapp et Aubert, 2011). Notre chapitre se concentre quant à lui sur des niveau meso et macro, identifiables au niveau de l'entreprise. Sur un autre plan, en lien avec notre thématique centrale de thèse, nous introduisons l'intensité du capital humain comme déterminant de l'actionnariat salarié. Nous répondons en cela à la perspective développée par (Blair et Kochan, 2002; Blair, Kruse, et Blasi, 2000; Blair et Wallman, 2000) mais qui jusqu'à présent n'a pas réellement fait l'objet de tests empiriques à notre connaissance dans le contexte français.

Dans la suite de cet article, nous formulons nos hypothèses de recherche à l'issue d'une revue de littérature consacrée aux déterminants de l'actionnariat salarié (2). Nous présentons ensuite notre échantillon, les données et la démarche empirique (3) suivie des résultats obtenus (4). Enfin, nous concluons notre article par une discussion de nos résultats et des perspectives de recherches futures offertes (5).

## **2. Revue de littérature et hypothèses de recherche**

Les mécanismes d'actionnariat salarié sont généralement présentés comme un levier important de la politique ressources humaines de l'entreprise notamment parce qu'ils permettent aux salariés de se constituer une épargne salariale. Cependant ils ne sauraient être réduits à une simple variable d'incitation à destinations des employés. En effet, les conséquences globales de la mise en place de tels mécanismes sont nombreuses. Elles touchent à la fois à la politique financière de l'entreprise, à la répartition de son profit éventuel, mais aussi à la structure du capital ou encore plus largement à sa gouvernance (Aubert et al., 2014; Autenne, 2004). La littérature relève plusieurs éléments majeurs pouvant déboucher sur la mise en place de plans d'actionnariat salarié dans les entreprises. La volonté de fidéliser le capital humain présent dans l'entreprise est importante tout comme des effets d'aubaine fiscale et certains facteurs économiques /financiers tels que la taille, le niveau d'endettement, du contexte de performance de l'entreprise ou encore la structure actionnariale comme par exemple les entreprises familiales ou avec une forte présence de l'état (1). Une fois mis en place, le niveau d'actionnariat salarié est susceptible d'évoluer en fonction de la forme de gouvernance ou de la volonté du ou des dirigeants de renforcer leur enracinement mais également en fonction de la concentration du capital, de la volatilité et de la valeur de l'action (2).

*a. Les déterminants de la mise en place de l'actionnariat salarié*

L'une des raisons les plus évidentes qui motivent les dirigeants à mettre en place des mécanismes d'épargne salariale et d'actionnariat salarié tient à la volonté de stabiliser le capital humain (Blair et Kochan, 2002; Blair et al., 2000; Desbrières, 1997, 2002; Hollandts et Guedri, 2008). En effet, l'actionnariat salarié est souvent analysé comme un puissant levier permettant de fidéliser le capital humain dans une entreprise (Guery et Pendleton, 2016). Les caractéristiques des plans d'actionnariat salarié et notamment la période minimale de blocage des titres pendant cinq années permet de s'assurer en grande partie d'une relative stabilité des collaborateurs. Cela est d'autant plus nécessaire quand les salariés détiennent un capital humain spécifique, rare et que les barrières à la mobilité sur le marché de l'emploi sont faibles (Molloy et Barney, 2015). Les stratégies de fidélisation voire de rétention des collaborateurs détenant un capital humain précieux pour l'entreprise s'appuient en grande partie sur des politiques d'association à long terme des salariés à la performance et aux profits de l'entreprise et les mécanismes d'actionnariat salariés représentent des leviers très intéressants dans cette perspective (Blair et Kochan 2002; Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010; Wang et al., 2009). Aussi, la représentation des actionnaires salariés aux instances de gouvernance peut permettre aux employés de défendre la protection de leur investissement en capital humain spécifique (Poulain-Rehm, 2007). Il apparaît donc que l'actionnariat salarié bien plus qu'une simple variable d'incitation à destination des employés permet de développer et fidéliser le capital humain (spécifique) de l'entreprise (Guery et Pendleton, 2016). De ce fait, il semble logique que les entreprises s'appuyant le plus fortement sur le capital humain soient les plus susceptibles de mettre en place des mécanismes d'actionnariat salarié.

**Hypothèse 1 :** *Il existe une relation positive entre l'intensité en capital humain et la mise en place de l'actionnariat salarié.*

Autre élément relevé dans la littérature, la performance et la santé financière de l'entreprise peut conditionner en grande partie la mise en place de mécanismes d'actionnariat salarié. Le contexte de performance est en effet déterminant. L'idéal étant de créer un cercle vertueux où l'actionnariat salarié contribue à améliorer la performance opérationnelle de l'entreprise (Kim et Patel 2017 ; O'Boyle, Patel et Gonzales-Mulé 2016) dont une partie ensuite « revient » vers les salariés, premièrement sous formes de dividendes et d'augmentation de la valorisation éventuelle des actions ou de parts de FCPE. Ainsi, une dynamique positive est susceptible de se créer si l'entreprise affiche de bons résultats, ce qui contribue à renforcer l'incitation pour les salariés à continuer de souscrire aux opérations d'actionnariat salarié (Aubert et Rapp, 2010; Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010). Du côté des dirigeants, un contexte de bonnes performances ou une amélioration de la performance opérationnelle de l'entreprise contribue également à renforcer la conviction voire la croyance concernant l'effet positif des mécanismes d'actionnariat salarié (Kruse, Blasi, et Freeman, 2012). A l'inverse, un contexte de mauvaises performances peut désinciter les salariés comme les dirigeants à amplifier le niveau d'actionnariat salarié (Aubert et al., 2009). Plusieurs travaux, relevant de la household finance ont montré que les actionnaires salariés se fiaient à la fois à la performance de l'entreprise et à la valeur de leur portefeuille afin de souscrire (ou non) aux opérations d'actionnariat salarié (Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010). Les salariés ayant connu une bonne performance des cours antérieurs sont (encore) plus susceptibles d'investir dans les actions de leur entreprise (Benartzi, 2001).

**Hypothèse 2 :** *Il existe une relation positive entre la performance de l'entreprise et la mise en œuvre de mécanismes d'actionnariat salarié.*

Une autre facette de la santé financière de l'entreprise concerne son niveau d'endettement et plus globalement le coût de son financement/endettement (Zaima et Ivanov, 2011). L'actionnariat salarié peut être utilisé par les entreprises confrontées à des problèmes

financiers (Bryan, Hwang et Lilien, 2000; Core et Guay, 2001; Jones, Kalmi et Mäkinen, 2006). L'étude de Kim et Ouimet (2014) a montré que les mécanismes d'actionnariat salarié sont attrayants pour les entreprises ayant des difficultés de trésorerie et qui ont un accès limité aux financements externes. La littérature souligne que l'actionnariat salarié est associé à un coût global du capital plus faible en raison de ses effets positifs sur le coût du capital et le coût de la dette. Les dirigeants peuvent alors anticiper des effets de compensation entre le coût de la dette et l'actionnariat salarié (Aubert, Kern et Hollandts, 2017; Zaima et Ivanov, 2011). Certains auteurs évoquent même le fait que l'actionnariat salarié peut aussi représenter une solution hybride de financement de l'entreprise, à mi-chemin entre le financement par le marché et le financement par de la dette auprès des salariés (Kruse, Freeman et Blasi, 2010). On peut donc supposer une relation positive entre le niveau d'endettement et la mise en place de l'actionnariat salarié.

**Hypothèse 3 :** *il existe une relation positive entre l'endettement et la mise en place de l'actionnariat salarié.*

On retrouve également dans la littérature un autre déterminant majeur de la mise en place de l'actionnariat salarié qui est la taille de l'entreprise. Il est largement admis que l'asymétrie d'information et les coûts de surveillance sont plus élevés dans les grandes entreprises (Jensen et Meckling, 1976). En outre, il existe des coûts fixes liés à la mise en place de mécanismes d'actionnariat, ce qui constituerait un frein pour les petites entreprises (Lenne et al., 2006). On peut donc postuler que l'actionnariat salarié serait plus présent dans les grandes entreprises (Bryan, Nash et Patel, 2006; Chen et Lee, 2010; Festing et al., 1999; Jones et al., 2006; Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010).

**Hypothèse 4 :** *il existe une relation positive entre la taille de l'entreprise et la mise en place de l'actionnariat salarié.*

Une fois l'actionnariat salarié implanté au sein de l'entreprise, son niveau peut varier sensiblement. En effet, certaines entreprises ne réalisent qu'une seule fois une opération de ce

type (généralement lors de l'introduction en Bourse) alors que certaines entreprises réalisent jusqu'à quatre opérations d'augmentation de capital réservées aux salariés (ACRS) par an. D'autres facteurs de gouvernance (structure de gouvernance et enracinement du dirigeant) mais également des facteurs liés à la situation financière de l'entreprise peuvent ainsi expliquer les variations de **niveau** d'actionnariat salarié.

#### *b. Les déterminants du niveau d'actionnariat salarié*

Du point de vue de la gouvernance, l'actionnariat salarié est susceptible d'avoir des effets multiples sur la qualité de la gouvernance. Dès lors, une négociation est susceptible de s'engager entre le dirigeant et son conseil sur l'opportunité d'effectuer des opérations d'augmentation de capital réservées aux salariées. Cette négociation est directement influencée par l'autonomie relative du conseil vis-à-vis du dirigeant (Coles et al., 2014). La littérature a ainsi montré que certaines structures de gouvernance peuvent être considérées comme plus autonomes dans la mesure où le dirigeant en place est moins en mesure de dominer ou d'influencer son conseil (Hollandts et al., 2015). En France, la structure de gouvernance se caractérise par le choix réalisé entre conseil d'administration et structure duale qui peut être décliné en trois configurations possibles : conseil d'administration avec PDG, conseil d'administration avec séparation des fonctions ou Directoire et Conseil de surveillance. Ces trois configurations reflètent des niveaux différenciés de contrôle de l'action des dirigeants. Le niveau de contrôle le plus faible correspond à la situation où le directeur général (DG) assume également la fonction de président du conseil d'administration (Coles et al., 2014; Krause, 2017). La littérature considère notamment que lorsque le directeur général exerce également la fonction de Président du conseil d'administration, il concentre les pouvoirs et se situe au centre du « jeu politique » et détient ainsi une capacité d'influence souvent déterminante (Krause, 2017). Dans le cas présent, cela peut lui permettre d'imposer une augmentation du niveau d'actionnariat salarié afin d'élargir sa palette de mécanismes

d'enracinement (Desbrières, 2002; Faleye et al., 2006; Toe, Hollandts, et Valiorgue, 2017). En revanche, la séparation des fonctions de président du CA et de DG et encore plus la présence d'une structure duale (directoire et conseil de surveillance) est susceptible d'offrir plus d'autonomie aux administrateurs ou membres du conseil de surveillance (Belot et al., 2014). Ainsi, il paraît plus aisé pour un conseil avec séparation des fonctions et encore plus pour une structure duale de résister à la mise en place de l'actionnariat salarié étant donné que cela peut globalement être interprété comme un moyen de renforcer l'enracinement potentiel du dirigeant.

**Hypothèse 5:** *Il existe une relation négative entre l'autonomie des structures de gouvernance et le niveau d'actionnariat salarié.*

Un autre élément important de gouvernance pouvant impacter le niveau de l'actionnariat salarié est l'éventuel enracinement des dirigeants. En effet, la littérature souligne que suite à l'implantation de l'actionnariat salarié, une des motivations importantes des dirigeants est de développer petit à petit un actionnariat « interne » (Aubert et al., 2014; Kim et Ouimet, 2014), réputé fidèle et loyal vis-à-vis des dirigeants (Faleye et al., 2006). De nombreuses études menées dans les années 1990 et 2000 ont montré que l'actionnariat salarié pouvait constituer un mécanisme défensif très efficace notamment face aux tentatives de prises de contrôle hostiles (Kim et Ouimet, 2014). La présence d'un actionnariat salarié réduit ainsi significativement la probabilité de réussite d'une OPA hostile, par rapport aux entreprises n'en disposant pas (Rauh, 2006).

Il ressort de la littérature que les dirigeants se situent au « centre du jeu » car le processus instaurant et développant l'actionnariat salarié est fondamentalement de nature interne et discrétionnaire. Ce sont également eux qui peuvent inciter les actionnaires à accepter des augmentations régulières d'actionnariat salarié, en mettant en évidence les effets positifs pour la performance de l'entreprise. Dès lors, les dirigeants peuvent être motivés pour mettre en place ce type de mécanismes pour diverses raisons, et parfois un mix des déterminants évoqués

plus haut. La volonté de mettre en place un mécanisme défensif leur bénéficiant directement peut constituer une motivation essentielle afin de renforcer leur enracinement (Rauh 2006 ; Kim et Ouimet 2014 ; Aubert et al. 2014). Aubert et al. (2014) ont notamment montré que l'actionnariat salarié peut être utilisé comme mécanisme d'enracinement par des dirigeants « sous-performants ». La mise en place des mécanismes d'actionnariat salarié peut ainsi être motivée par la formation d'une alliance entre salariés et dirigeants afin de protéger de facto les dirigeants des risques d'éviction et de remplacement (Faleye et al., 2006; Hollandts et al., 2011; Rauh, 2006). Dès lors, nous anticipons une relation positive entre la stratégie personnelle d'enracinement et le niveau d'actionnariat salarié.

**Hypothèse 6:** *Il existe une relation positive entre l'enracinement des dirigeants et le niveau d'actionnariat salarié.*

D'autres facteurs liés à la santé financière ou à la structure du capital peuvent également expliquer la progression (ou le recul) du niveau d'actionnariat salarié.

Parmi, ceux facteurs on peut noter le risque, le degré de concentration du capital, les contraintes de liquidité ou encore la politique de distribution des dividendes. En ce qui concerne le risque, la littérature soutient que les entreprises confrontées à un risque élevé sont moins susceptibles de recourir au mécanisme d'actionnariat salarié en raison de l'aversion au risque des employés (Bloom et Milkovich, 1998; Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma , 2010). Les employés seraient sensibles à la volatilité des actions mais également à leur valeur dans leurs stratégies d'investissement.

**Hypothèse 7:** *Il existe un lien négatif entre le risque et le niveau d'actionnariat salarié.*

**Hypothèse 8 :** *La valeur de l'action a un effet positif sur le niveau d'actionnariat salarié.*

La concentration de l'actionnariat peut aussi influencer négativement le niveau de l'actionnariat salarié en raison de la concentration du pouvoir entre les mains d'un (ou de quelques) actionnaire majoritaire réputé être actif dans le monitoring (Ittner, Lambert et Larcker, 2003; Jones et al., 2006).

**Hypothèse 9 :** *La concentration du capital a un effet négatif sur le niveau d'actionnariat salarié.*

Le niveau de l'actionnariat salarié peut être plus élevé dans les entreprises confrontées à des contraintes de trésorerie. Ces entreprises sont plus tentées de substituer les augmentations de salaires par les mécanismes d'actionnariat (Autenne, 2005; Bryan et al., 2000; Core et Guay, 2001; Kim et Ouimet, 2014).

**Hypothèse 10:** *Les contraintes de liquidité augmentent le niveau d'actionnariat salarié.*

Enfin, la politique de distribution des dividendes peut jouer un rôle important dans la progression de l'actionnariat salarié. La littérature soutient que la politique de distribution des dividendes est utilisé comme un mécanisme implicite de contrôle des dirigeants (Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982) lorsque les coûts d'agence sont élevés, on assiste à une politique de distribution plus importante. La mise en place d'un mécanisme d'actionnariat salarié réduit les coûts d'agence et par conséquent, l'utilisation de la politique de distribution de dividendes comme mécanisme implicite de contrôle de l'action des dirigeants est plus réduite.

**Hypothèse 11:** *Il y a une relation négative entre la distribution de dividendes et l'actionnariat salarié.*

Avant de tester ces différentes hypothèses, il convient de s'attarder un instant sur les données et la méthodologie mobilisées dans cet article.

### **3. Données et méthodologie de la recherche**

Dans cette section nous présentons successivement les données, l'opérationnalisation des variables retenues, et la démarche empirique.

#### *a. Echantillon et sources des données*

Notre échantillon est constitué des entreprises françaises appartenant ou ayant appartenu à l'indice SBF 120 sur la période 2000-2014. Cet indice regroupe les 120 plus grandes entreprises en termes de capitalisation boursière et de volumes d'échanges sur le marché Euronext Paris. L'échantillon de départ était composé de 158 entreprises ayant appartenu de

façon significative à l'indice SBF 120 sur la période d'étude. Cependant, les entreprises financières telles que les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés d'investissement, de courtage et de gestion de portefeuille ont été exclues en raison de la singularité de leurs structures financières et comptables. Les entreprises ayant des données manquantes ont également été retirées de l'échantillon. Notre échantillon final comprend 120 entreprises sur la période 2000-2014 soit 1567 observations pour un panel non cylindré.

### *b. Variable dépendante*

La variable d'intérêt de notre étude est le pourcentage de capital détenu par les salariés (Aubert et al., 2017; Desbrières, 2002). Elle provient de la base de données IODS complétée avec les informations issues des documents de référence des entreprises qui ont été téléchargés et exploités manuellement. Le tableau 8 présente la distribution de cette variable. L'histogramme ([annexe 11](#)) de la variable d'actionnariat salarié dévoile une forte asymétrie à gauche. Les inférences statistiques dans ce cas peuvent être biaisées (Arabmazar et Schmidt, 1982 ; Cameron et Trivedi (2010; P.525) recommandent l'utilisation d'une transformation logarithmique de la variable dépendante pour corriger l'asymétrie. Dans nos régressions, nous avons donc utilisé le logarithme népérien de la variable dépendante<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Compte tenu de la présence des zéros (0) dans la variable d'actionnariat salarié, le logarithme népérien a été calculé comme suit :  $\ln(\text{Act. Salarié} + 1)$ .

**Tableau 8 : Distribution du pourcentage de capital détenu par les salariés**

Pourcentage de capital détenu par les salariés	Fréquence	Pourcentage	Fréquences cumulées
0	246	16,78	16,78
[0 - 5[	1091	74,42	91,20
[5 - 10[	64	4,37	95,57
[10- 20[	34	2,32	97,89
[20 – 30[	27	1,84	99,73
40 et plus	4	0,27	100,00
<b>Total</b>	<b>1466</b>	<b>100,00</b>	

*c. Variables indépendantes*

Toutes les variables explicatives de notre modèle ont été décalées d'une année afin de tenir compte des problèmes d'endogénéité potentiels. Les données proviennent de la base de données Datastream. En rappel, cette étude teste plusieurs facteurs susceptibles de déterminer le choix et le niveau d'actionnariat salarié.

Nous utilisons tout d'abord la mesure de l'intensité en capital humain utilisée par (Jones et al., 2006) à savoir le ratio entre les actifs intangibles et le total des actifs immobilisés. Pour mesurer le degré d'enracinement du dirigeant, nous utilisons son ancienneté et son turnover (Hollandts et al., 2015; Linck et al., 2008). Ces variables captent la longévité du dirigeant dans ses fonctions et peuvent traduire sa volonté de s'enraciner.

La forme de gouvernance est captée par une variable muette caractérisant la forme la moins autonome à savoir conseil d'administration avec P-DG en opposition aux deux autres formes de gouvernance (CA avec séparation des fonctions de P-DG et la structurale duale). Ces mesures sont utilisées dans la littérature sur la gouvernance des entreprises (Hollandts et al., 2015; Toe et al., 2017).

Une série de variables représentant le contexte financier et de performance sont également testées notamment la performance (ROE, Q de tobin), le taux d'endettement, le cash-flow comme mesure de la contrainte de liquidité, la valeur de l'action, la taille de l'entreprise. Enfin,

des variables sur la structure du capital ont été introduites également : il s'agit notamment de la concentration du capital, l'actionnariat familial (Trébucq, 2002) et une muette pour les entreprises privatisées étant donné que l'actionnariat salarié est plébiscité par les pouvoirs publics. La liste et la définition des différentes variables sont présentées dans le tableau 9, ci-après. Les statistiques descriptives et la matrice de corrélation sont présentées en annexe 12 et 13.

**Tableau 9 : Définition des variables**

<b>Variables</b>	<b>Définitions</b>
<b>Variable dépendante</b>	
Actionnariat salarié	Pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés
<b>Degré d'enracinement</b>	
Turnover du dirigeant	Prend la valeur 1 s'il y a eu changement de dirigeant (directeur général ou président du directoire) au cours de l'exercice, 0 sinon
Ancienneté du dirigeant	Ancienneté en années du dirigeant au poste de directeur général ou président du directoire
<b>Intensité en capital humain</b>	
Degré d'intensité en capital humain	Ratio des actifs intangibles rapportés au total des actifs immobilisés
<b>Forme de gouvernance</b>	
Séparation des fonctions P-DG	Variable muette égale à 1 lorsqu'il y a séparation entre les fonctions de directeur général et du président du conseil et 0 sinon
Structure duale	Variable muette qui prend la valeur 1 si l'entreprise est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire et 0 si elle est sous forme de conseil d'administration
<b>Contexte financier et de performance</b>	

Q de Tobin	Valeur de marché des actifs / valeur de remplacement des actifs
Return on equity	Rentabilité des capitaux propres : Bénéfice net/capitaux propres
Endettement	Taux d'endettement de l'entreprise = Dette totale/Total actifs
Dividendes	Rendement de l'action=Dividendes/cours de l'action
Free Cash Flow	Flux de trésorerie généré par action
Valeur de l'action	Valeur mathématique de l'action de l'entreprise
Volatilité	Écart-type des rendements mensuels des actions au cours de l'exercice précédant la date t
Taille	Logarithme népérien du total des actifs
<b>Autres variables</b>	
Actionnariat familial	Variable muette qui vaut lorsque le premier actionnaire est familial et 0 sinon
Privatisation	Variable muette égale à 1 si l'entreprise était une propriété publique
Concentration de l'actionnariat	Pourcentage du capital détenu par l'actionnaire majoritaire
Secteurs d'activité	Variables muettes captant le secteur d'activité de l'entreprise selon la classification ICB de premier niveau

#### *d. Démarche économétrique*

L'objectif de notre étude est l'analyse des déterminants de l'actionnariat salarié et pour cela notre variable dépendante est le pourcentage de capital détenu par les salariés. Cette variable endogène est censurée avec un nombre important de zéros (16,78 % de l'échantillon). En règle générale, le modèle tobit (Tobin, 1958) est utilisé lorsque la variable dépendante est censurée. Cependant, une des limites de ce modèle est qu'il assume que les mêmes variables affectent à la fois la décision de participation (mise en place de l'actionnariat salarié) et le niveau de participation (% d'actionnariat salarié). Afin de prendre en compte cette limite, nous utilisons le modèle double hurdle développé par Cragg (1971). Aussi, Greene (2007) recommande l'utilisation d'un modèle double hurdle lorsqu'on est en présence de variable dépendante censurée avec un nombre élevé de zéros. Le modèle double hurdle suppose que la décision de mise en place de l'actionnariat salarié par les entreprises est le résultat de deux étapes (« *deux*

*haies* »). La première détermine si les entreprises décident ou pas de mettre en place un mécanisme d'actionnariat salarié (« *first hurdle* »). Une fois la première étape franchie, la deuxième étape détermine le niveau d'actionnariat salarié que les entreprises choisiront (« *double hurdle* »). En distinguant ces deux étapes, le modèle permet d'identifier deux types d'entreprises : celles qui sont de « *type zéro* » qui ne mettront jamais en place un mécanisme d'actionnariat salarié quel que soit les circonstances et celles qui ne sont pas de « *type zéro* » mais leurs circonstances les conduisent à ne pas mettre en place d'actionnariat salarié. Les données de l'étude étant en panel cylindré, la version du double hurdle de Dong et Kaiser, (2008) est utilisé à l'aide des commandes développées sous le logiciel STATA par (Engel et Moffatt, 2014a) . Les résultats sont présentés dans le tableau 10 ci-après.

## 4. Résultats

Les résultats de nos tests économétriques montrent que différentes variables exogènes sont susceptibles d'avoir un impact sur la mise en place (1<sup>ère</sup> équation « hurdle ») et le niveau d'actionnariat salarié sur l'échantillon total (2<sup>e</sup> équation hurdle). Tout d'abord, les résultats montrent que l'intensité du capital humain a un impact positif et significatif sur la mise en place de l'actionnariat salarié (équation hurdle). Une augmentation d'une unité du ratio d'actifs intangibles augmente la probabilité d'avoir de l'actionnariat salarié de 0,10 « *ceteris paribus* ». Dans le cadre de ce chapitre et de notre échantillon, nous documentons donc une relation entre le niveau d'intensité du capital humain et la mise en place de l'actionnariat salarié. Les mécanismes d'épargne salariale peuvent donc servir à la fois à valoriser et fidéliser le capital humain (Blair et Kochan, 2002; Blair et Wallman, 2000; Robinson et Zhang, 2005). Avec la montée en puissance du capital humain spécifique (Cézanne et al., 2018; Cézanne-Sintès, 2008), on peut s'attendre à ce que les entreprises développent encore plus à l'avenir ces mécanismes (Wang et al., 2009). Ensuite, les variables de performance ont également une incidence sur la probabilité d'avoir de l'actionnariat salarié. En effet, les résultats montrent qu'une augmentation du ROE et du Q de Tobin entraîne une augmentation de la probabilité d'avoir de l'actionnariat salarié respectivement de 0,04 et 0,23 toutes choses étant égales par ailleurs. La taille joue également un impact positif sur la mise en place d'un mécanisme d'actionnariat salarié. L'endettement influence également la probabilité d'avoir de l'actionnariat salarié : une augmentation d'une unité du ratio d'endettement augmente la probabilité d'avoir de l'actionnariat salarié de 0.09. La taille de l'entreprise influence positivement la probabilité de la mise en place de l'actionnariat salarié. Une fois cette première étape (1<sup>ère</sup> équation franchise), le modèle double hurdle permet d'examiner l'effet des variables indépendantes sur les entreprises ayant développé de l'actionnariat salarié. La modélisation permet alors de se concentrer sur les éléments qui expliquent le niveau d'actionnariat salarié d'une année sur l'autre.

En ce qui concerne le niveau d'actionnariat salarié (équation double hurdle), les résultats montrent que la forme de gouvernance la moins autonome – conseil d'administration avec PDG- augmente la probabilité d'une augmentation de l'actionnariat salarié de 0.98 par rapport aux autres formes de gouvernance. En ce qui concerne les deux variables liées à l'enracinement des dirigeants, il semblerait que l'ancienneté du dirigeant n'est pas d'incidence sur le niveau d'actionnariat salarié. Cependant, la variable rotation du dirigeant a bel et bien un impact négatif sur le niveau d'actionnariat salarié : lorsqu'il y a un changement de dirigeant, la probabilité de voir le niveau d'actionnariat salarié augmenter est réduit d'un facteur de 0,02. Pour terminer, les résultats mettent en évidence le rôle de certains facteurs économiques et financiers sur le niveau d'actionnariat salarié : la volatilité et la concentration de l'actionnariat diminuent la probabilité d'augmentation de l'actionnariat salarié tandis qu'une politique de distribution de dividendes et la valeur de l'action augmente la probabilité d'augmentation de l'actionnariat salarié. Par la suite, nous avons divisé l'échantillon en deux avant et après 2006 pour tenir compte de la loi du 30 décembre 2006 imposant la représentation au conseil d'administration (ou de surveillance) des actionnaires salariés quand ceux-ci détiennent plus de 3 % du capital. Les déterminants demeurent sensiblement les mêmes dans les deux sous-échantillons. Ce résultat nous indique que la loi de 2006 n'a pas eu d'effet statistiquement significatif sur la propension des entreprises à développer l'actionnariat salarié. On aurait pu craindre un tassement du niveau afin que certaines entreprises ne franchissent pas le seuil de 3% du capital qui entraînerait automatiquement la nomination ou l'élection d'un représentant des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance.

**Tableau 10 : Résultats de la régression double hurdle des déterminants de l'actionnariat salarié**

	Echantillon total		Echantillon 2000/2006		Echantillon 2007/2014	
	Rapports de vraisemblance	Probabilité	Rapports de vraisemblance	Probabilité	Rapports de vraisemblance	Probabilité
<b>Equation "hurdle"</b>						
Intensité en capital humain	1.10***	(0.00)	1.48***	(0.00)	1.68***	(0.00)
Qtobin	1.23**	(0.03)	3.10**	(0.01)	0.40**	(0.01)
Endettement	1.09***	(0.00)	1.40***	(0.00)	1.17***	(0.00)
Return on assets						
ROE	0.99	(0.08)	1.07*	(0.09)	0.98	(0.00)
Taille	1.98***	(0.00)	1.69***	(0.00)	1.93***	(0.00)
Actionnariat familial	0.87	(0.61)	0.31**	(0.02)	0.17***	(0.00)
Constante	0.00***	(0.00)	0.00***	(0.00)	0.00***	(0.00)
<b>Equation "double hurdle"</b>						
Forme de gouvernance 1	1.17***	(0.00)	1.31***	(0.00)	1.05	(0.35)
Ancienneté du dirigeant	0.98	(0.00)	0.98	(0.00)	0.99***	(0.00)
Turnover du dirigeant	0.86**	(0.05)	0.87*	(0.07)	0.95	(0.57)
Concentration du capital	0.99***	(0.00)	1.00***	(0.00)	0.99***	(0.00)
Free Cash-Flow	1.00	(0.53)	1.00	(0.72)	0.99	(0.12)
Dividendes	1.09***	(0.00)	1.09***	(0.00)	1.08***	(0.00)
Valeur de l'action	1.01***	(0.00)	1.00**	(0.05)	1.01***	(0.00)
Volatilité	0.98***	(0.00)	0.99**	(0.02)	0.98***	(0.00)
Muettes secteurs	Oui		Oui		Oui	
Constante	1.02	(0.92)	1.28	(0.38)	0.87	(0.55)
Observations	1540		677		863	
chi2	262.24***		90.72***		179.19***	
aic	3155.36		1325.76		1658.53	
bic	3278.17		1429.67		1763.26	

Note: Toutes les variables sont retardées d'une année. Seuils de significativité : \*\*\* : 1% ; \*\* 5% ; \* 10%

## 5. Discussion

Malgré une tendance à la baisse de l'actionnariat salarié ces dernières années, la France reste en tête des pays européens ayant le plus d'actionnaires salariés (2,9 millions en 2016). Il est généralement admis que les entreprises déployant des mécanismes d'actionnariat salarié ont plus de chances de réussir car les salariés qui détiennent le capital humain sont directement associés au succès potentiel. La littérature académique a souligné les nombreux effets positifs de ces mécanismes sur la performance de l'entreprise (Desbrières, 2002; Hollandts et Guedri, 2008; Kim et Patel, 2017; O'Boyle et al., 2016) et sur des éléments aussi essentiels que la satisfaction ou la productivité des actionnaires salariés (Kaarsemaker, Pendleton et Poutsma, 2010).

Dans le cadre de cette recherche, nous avons analysé les déterminants de la mise en place et de la progression des mécanismes d'actionnariat des entreprises cotées appartenant à l'indice SBF 120 sur la période 2000-2014. Compte tenu du nombre important de zéros dans notre échantillon, le modèle double hurdle a été utilisé afin de saisir les déterminants majeurs de la mise en place et du niveau d'actionnariat salarié. Les résultats ont montré tout d'abord que la mise en place de mécanisme d'actionnariat salarié était positivement lié à l'intensité en capital humain de l'activité de l'entreprise. Ce résultat témoigne du fait qu'au-delà d'être une simple variable d'incitation à destination des employés, l'actionnariat salarié est utilisé comme mécanisme de protection et de fidélisation du capital humain (Blair, 1995; Blair et Wallman, 2000; Robinson et Zhang, 2005). En effet, l'investissement en capital humain peut conduire à des problèmes d'expropriation de la rente par l'entreprise ou par les salariés. L'actionnariat salarié se révèle être un mécanisme permettant d'aligner les intérêts, de fidéliser et protéger les investissements en capital d'où le recours plus élevé pour les entreprises intensives en capital humain (Guery et Pendleton, 2016; Wang et Barney, 2006). Les résultats de notre modèle ont aussi mis en évidence l'influence de facteurs liés à la gouvernance de l'entreprise sur le niveau d'actionnariat salarié. En effet, les résultats ont montré que l'actionnariat salarié

était plus élevé dans les entreprises avec une forme de gouvernance -CA avec PDG- reconnu être une forme moins autonome dans la mesure où le dirigeant en place est plus en mesure de dominer ou d'influencer son conseil. Dans ce contexte, l'actionnariat salarié souvent réputé être un actionnariat proche des dirigeants en place et qui peut déboucher sur une représentation obligatoire au conseil (Desbrières, 2002; Hollandts et al., 2011) peut être encouragé par la volonté du dirigeant de s'enraciner. Dans la même veine, nos résultats ont mis en évidence que la rotation de dirigeant était associée à un niveau d'actionnariat salarié plus bas, ce qui correspond à l'idée d'enracinement des dirigeants par le biais des mécanismes d'actionnariat salarié.

Par ailleurs, notre étude a aussi conforté les déterminants traditionnels de la mise en place mais aussi du niveau d'actionnariat salarié. De bonnes performances encouragent la mise en place de mécanisme d'actionnariat salarié. Ce résultat rejoint les travaux relevant de la *household finance* qui mettent en évidence que les actionnaires salariés se fiaient à la fois à la performance de l'entreprise (Pendleton 2010) ou que les entreprises récompensent tout simplement les salariés pour les bonnes performances par la mise en place de plan d'épargne salariale (Core et Guay, 2001). D'autres variables financières telles le taux d'endettement et la taille de l'entreprise se sont révélés être des facteurs qui augmentent la probabilité de la mise en place de mécanisme d'actionnariat salarié. En sus, le niveau d'actionnariat salarié est négativement relié à la volatilité et à la concentration du capital et positivement relié à la valeur de l'action et à la distribution de dividendes.

La contribution de cet article peut être située à deux niveaux essentiels. Premièrement, notre article se situe aux prémices de l'actionnariat salarié et permet ainsi de mieux saisir en quoi le contexte de gouvernance et de performance est susceptible d'agir sur l'actionnariat salarié. A notre connaissance, il s'agit d'une des premières études empiriques d'envergure menées sur le sujet. En effet, comme souligné précédemment, la littérature s'est principalement concentrée sur les déterminants individuels de la décision d'investissement en actions de l'entreprise, dans

une perspective financière de gestion de portefeuille notamment. Jusqu'à présent, la littérature s'était ainsi focalisée sur les facteurs expliquant l'investissement plus ou moins important des salariés en actions de leur entreprise. En revanche, la littérature n'avait pour ainsi dire pas analysé les facteurs concourant notamment à la mise en place puis à la diffusion de l'actionnariat salarié dans l'entreprise. Notre article se concentre lui sur des facteurs méso, liés à la gouvernance notamment et apporte donc un éclairage complémentaire à la littérature existante. Enfin, nous introduisons également un nouveau déterminant (le niveau de capital humain), qui théoriquement semble évident et justifié mais qui jusqu'à présent n'avait pas été testé empiriquement par rapport à notre question de recherche.

Deuxièmement, notre modèle empirique en deux étapes permet de répondre à une double interrogation. Dans un premier temps, nous examinons les facteurs susceptibles d'influencer la mise en place de l'actionnariat salarié. Dans un second temps, une fois l'actionnariat salarié implanté, nous examinons les facteurs susceptibles de faire varier le niveau d'actionnariat salarié des entreprises. Ainsi, notre étude empirique permet de décomposer l'effet des variables explicatives selon le type d'évènement observé (la mise en place de l'actionnariat salarié et son niveau observé).

Cependant, quelques limites sont à relever dans cette étude empirique, qui constituent des voies de recherche ultérieures. Notre étude n'a pas intégré l'incidence du forfait social dans la mise en place des mécanismes d'actionnariat salarié. Or, la littérature relève que les mécanismes d'actionnariat salarié s'appuient sur différentes incitations fiscales qui peuvent notamment motiver les entreprises à implanter ce type de mécanismes. L'incitation fiscale est importante dans les systèmes anglo-saxons (Scholes et al, 2002) comme dans le système français (Autenne, 2005). Aussi, cette étude ne prend pas en compte toutes les stratégies d'alliance avec dirigeants. On pourrait bien imaginer une collusion entre les dirigeants avec d'autres types d'actionnaires. Pour terminer certains proxies utilisés pour mesurer les variables de cette étude peuvent être remises en question notamment la mesure de l'intensité

en capital humain qui peut être approximative par rapport des mesures plus concrètes telles le niveau de formation ou la proportion d'employés qualifiés. De plus, notre mesure ne permet pas de distinguer le poids respectif du capital humain générique vs le capital humain spécifique. Un tel niveau de granularité permettrait d'affiner (via d'éventuels sous-échantillons ou effets modérateurs) les résultats de notre étude.

## 6. Conclusion

L'objectif de cette recherche était d'étudier les déterminants des mécanismes d'actionnariat salarié dans un échantillon d'entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 120 sur la période 2000/2014. L'étude s'est principalement focalisée sur les facteurs liés à l'intensité en capital humain et à la gouvernance des entreprises. L'utilisation du modèle « double hurdle » est adapté mieux à la structure de nos données (nombre important de zéros de la variable dépendante) et permet d'étudier les déterminants de la mise en place de l'actionnariat mais également de son niveau de progression. Nos résultats ont montré que les entreprises intensives en capital humain ont une probabilité plus élevée d'adoption des mécanismes d'actionnariat salarié. Les entreprises très intensives en capital humain adoptent ce type de mécanisme afin de protéger et fidéliser le capital humain qui une ressource cruciale à la performance durable de l'entreprise. Nos résultats ont également le rôle important des facteurs de gouvernance dans la progression de l'actionnariat salarié. Lorsque que la structure de gouvernance est un conseil d'administration avec P-DG, le niveau d'actionnariat salarié augmente relativement aux deux autres formes de gouvernance que sont : le conseil d'administration avec séparation des fonctions de président et de directeur ou la forme duale (conseil d'administration et conseil de surveillance). Aussi, les résultats sont en faveur d'un effet positif de l'enracinement des dirigeants sur le niveau d'actionnariat salarié, ce qui soutient le risque potentiel de collusion entre dirigeants et actionnaires salariés. Enfin, nos résultats ont aussi confirmé le rôle important que jouent les facteurs traditionnels dans la mise en place

et le niveau de l'actionnariat notamment l'impact positif de la performance, de l'endettement et de la taille sur la mise en place et le rôle négatif de la volatilité et de la concentration du capital. Au-delà, de ces résultats on peut s'interroger sur l'impact du mécanisme d'actionnariat salarié significatif c'est-à-dire l'incidence d'une présence majeure voire majoritaire des salariés dans le capital et au sein des organes de gouvernance des entreprises.

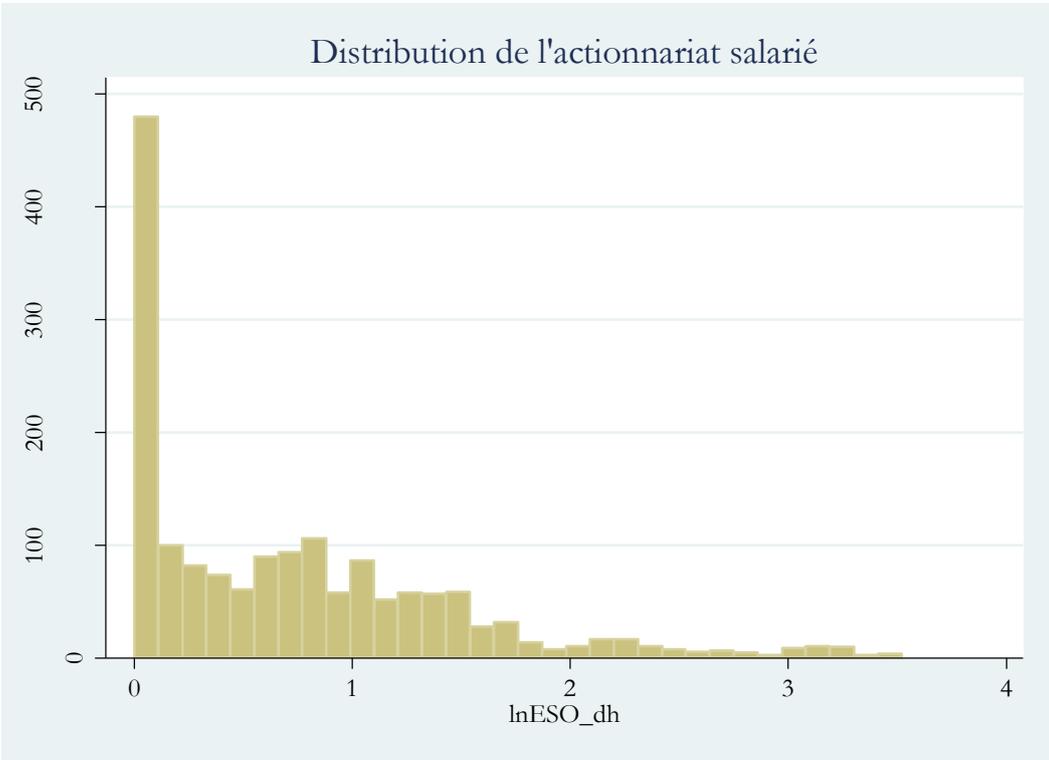
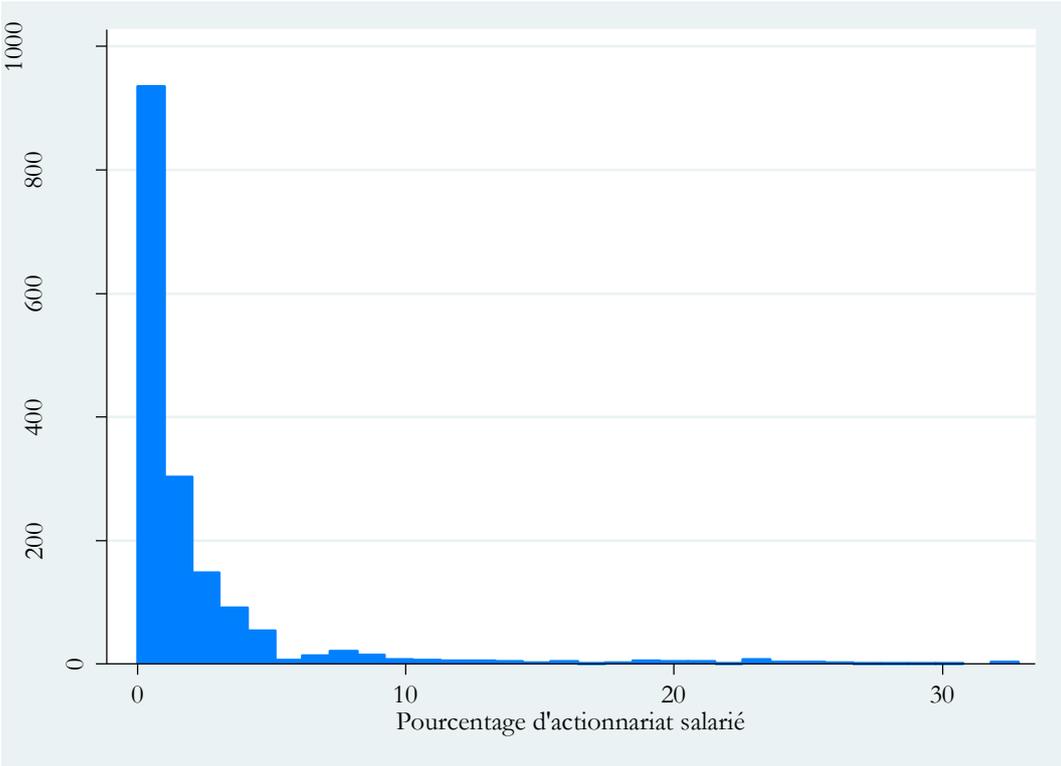
## Annexes

Annexe 10 : Top 20 des entreprises affichant les plus fort taux d'actionnariat salarié à fin 2015 – SBF 120 (source=IODS)

Entreprises	% d'AS dans le capital	Secteur d'activité <sup>31</sup>
EIFFAGE	23,7	Industriel
BOUYGUES	21,44	Industriel
SAFRAN	13,57	Industriel
VINCI	9,4	Industriel
ESSILOR	8,2	Santé
SOPRA STERIA	7,7	Technologie
VALLOUREC	7,63	Industriel
SAINT GOBAIN	7,6	Industriel
SOCIETE GENERALE	6,83	Financières
TF1	6,5	Services aux consommateurs
AIR FRANCE-KLM	6,5	Services aux consommateurs
AXA	6,15	Financières
CAP GEMINI	5,6	Technologie
ARKEMA	5	Matériaux de base
ORANGE	4,99	Télécommunications
TOTAL	4,9	Pétrole et Gaz
BNP PARIBAS	4,9	Financières
SUEZ ENVIRONNEMENT	4,16	Services aux collectivités
LEGRAND	4,05	Industriel
SCHNEIDER ELECTRIC	3.84	Industriel

<sup>31</sup> Selon le niveau 1 de la classification Industry Classification Benchmark (ICB)

**Annexe 11 : Histogramme de l'actionnariat salarié**



**Annexe 12 : Matrice de corrélation des variables**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1-AS	1.0000														
2-FG1	0.0471*	1.0000													
3-Anc_dir	-0.0227	0.3344*	1.0000												
4-Turnover	-0.0279	-0.1820*	-0.2988*	1.0000											
5-Ratio_intang	-0.0302	0.0597*	0.1281*	-0.0071	1.0000										
6-Prem_Act	-0.2085*	0.0136	-0.0232	0.0348	-0.0916*	1.0000									
7-Cashflow	0.0866*	-0.0002	0.0768*	-0.0074	0.0883*	-0.0221	1.0000								
8-Dividendes	0.1009*	-0.0349	-0.1087*	0.0020	-0.1162*	0.0260	0.0248	1.0000							
9-Valeur_action	0.0247	0.0602*	-0.1072*	0.0108	-0.1017*	-0.0133	0.0656*	0.1538*	1.0000						
10-Volat	-0.0487*	0.0862*	-0.0182	0.0263	-0.0296	-0.0500*	0.0028	-0.1219*	0.3340*	1.0000					
11-Qtobin	-0.1168*	0.0331	0.0889*	-0.0407	0.1617*	0.0970*	0.0324	-0.1994*	-0.1971*	0.1591*	1.0000				
12-Endet	0.0282	-0.0191	-0.0475*	0.0297	-0.1165*	-0.1069*	-0.0167	0.0437*	0.0051	-0.0349	-0.2538*	1.0000			
13-ROE	0.0436*	-0.0129	0.0570*	-0.0939*	-0.0466*	0.0652*	0.2655*	0.1164*	0.0788*	-0.0398	0.1096*	-0.1480*	1.0000		
14-Tot_Actifs	0.1207*	0.0907*	-0.1691*	0.0226	-0.0961*	-0.0867*	-0.0303	0.2981*	0.2007*	-0.0275	-0.1273*	0.1086*	0.0136	1.0000	
15-Act_fam	-0.2335*	-0.0552*	0.3716*	-0.0571*	0.1319*	0.1599*	0.0705*	-0.1828*	-0.0763*	-0.0253	0.1322*	-0.0911*	0.0486*	-0.2517*	1.0000

**Annexe 13 : Statistiques descriptives de variables**

<b>VARIABLES</b>	<b>Moyenne/ Fréquence</b>	<b>Ecart type</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
AS	2,224	4,275	0	32,83
ROE	6,761	40,32	-696,4	309
Q de tobin	1,614	1,276	0,607	27,26
Ratio actifs intangibles	4,167	9,822	0	156,7
% capital du 1 <sup>er</sup> actionnaire	35,95	21,88	0,5	97,8
Valeur de l'action	19,19	17,24	-7,064	115,6
Total des actifs	14869595	29403871	11995	265400000
Muette Actionnariat familial	0,463	0,499	0	1
Dividendes	2,343	2,04	0	16,64
Cashflow	0,54	3,144	-45,12	28,04
Ancienneté du dirigeant	9,016	8,984	0	47
Turnover du dirigeant	0,0986	0,298	0	1
CA avec P-DG	0,58	0,494	0	1
Endettement	25,17	14,42	0	76,52
Volatilité	5,443	7,83	0,016	72,95

## **Chapitre 4 : La « face cachée » de l'actionnariat salarié : étude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014)**

### **Résumé**

L'actionnariat salarié se développe de manière inexorable et tend à faire des salariés des acteurs incontournables de la gouvernance des entreprises. Face à cette transformation importante de l'actionnariat, les recherches les plus récentes évaluent de manière ambivalente les effets de l'actionnariat salarié. Cet article se focalise sur un phénomène jusqu'à présent très peu étudié : l'actionnariat salarié significatif c'est-à-dire l'incidence d'une présence majeure voire majoritaire des salariés dans le capital et au sein des organes de gouvernance. Nos résultats démontrent un effet négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance économique des entreprises. Cet effet est renforcé par la présence d'administrateurs salariés dans les instances de gouvernance. Nos tests économétriques sont basés sur la méthode d'estimation des GMM en panel dynamique qui permet de traiter les problèmes d'endogénéité. Notre étude quantitative examine les 120 plus grandes entreprises françaises sur une période d'observation inédite (2000-2014).

### **Mots-clés :**

Actionnariat salarié, gouvernance, théorie de l'agence, enracinement managérial, performance.

JEL : G30 ; J54 ; M54

Article publié en 2017 dans la revue Finance-Contrôle Stratégie 20 (1) :

<https://journals.openedition.org/fcs/1914>

Co-auteurs : **Xavier HOLLANDTS** (Professeur associé à KEDGE Bordeaux)

**Bertrand VALIORGUE** (Professeur à l'Université Clermont Auvergne)

## 1. Introduction

L'actionnariat salarié est un phénomène largement répandu dans les pays développés et bénéficie d'un large soutien des pouvoirs publics. L'actionnariat salarié permet notamment aux salariés « *de [se] constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie.* » (Desbrières, 2002 : 255). Au total ce sont près de 23 millions de salariés américains (soit 20% du secteur privé) qui déclarent détenir des actions de l'entreprise dans laquelle ils travaillent (National Center for Employee Ownership, 2014). En Europe, le nombre d'actionnaires salariés en 2014 s'élève à plus de 8,5 millions, détenant près de 301 milliards d'euros (Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié, 2015). Avec 3,5 millions d'actionnaires salariés en 2014 (pour 46 milliards d'encours de fonds « actionnariat salarié » source : AFG 2015), la France demeure l'un des pays européens où l'actionnariat salarié est le plus développé, grâce notamment au soutien des gouvernements successifs (Aubert et Rapp 2010). Par ailleurs, la présence de salariés au capital a incontestablement permis aux entreprises françaises d'affronter les différentes crises économiques et financières récentes en permettant le renforcement de leurs fonds propres (Guery et Pendleton 2016). Le contexte français se caractérise par deux éléments majeurs. Premièrement, le poids croissant des salariés dans le capital des entreprises : à fin 2014, 20% des entreprises du SBF 120 ont désormais comme premier actionnaire leurs salariés<sup>32</sup> (cf [annexe 14](#)). Deuxièmement, les actionnaires salariés sont également directement associés à la gouvernance de l'entreprise, au sein du conseil d'administration ou conseil de surveillance. La loi du 30 décembre 2006 a imposé la représentation au conseil d'administration (ou de surveillance) des actionnaires salariés quand ceux-ci détiennent plus de 3% du capital<sup>33</sup>. En raison de la récurrence des plans d'actionnariat salarié, les salariés sont ainsi en passe de

---

<sup>32</sup> Seulement 25 entreprises sur les 120 composants le SBF 120 ne compte aucune participation des salariés au capital à fin 2014.

<sup>33</sup> A fin 2014, 23 entreprises du SBF120 (soit 19,2% de l'échantillon) dépassent ce seuil déclenchant automatiquement la représentation des actionnaires salariés.

devenir des acteurs clés en raison d'une détention croissante d'actions de leurs entreprises et d'une représentation directe au sein des organes de gouvernance (Desbrières 2002 – cf [annexe 15](#)).

S'il est généralement soutenu par les pouvoirs publics, les salariés et les entreprises, l'actionnariat salarié ne fait pas nécessairement l'unanimité dans la littérature académique (Desbrières, 2002 ; Kaarsemaker et al., 2010). Une partie des auteurs souligne les effets positifs sur différentes variables attitudinales telles que la motivation, la satisfaction et l'implication des employés (Buchko, 1992, 1993; French, 1987; Klein, 1987; Kruse et al., 2010, 2012; Rosen et al., 1986) et par conséquent sur la productivité et la performance des salariés (Ben-Ner et Jones, 1995; Jones et Kato 1995). En revanche, d'autres travaux ont souligné les effets négatifs de l'actionnariat salarié sur le développement, les choix stratégiques et les performances des entreprises (Livingston et Henry, 1980; Heinfelt et Curcio, 1997; Faleye et al., 2006, Kim et Ouimet 2014). Les actionnaires salariés auraient tendance notamment à soutenir des stratégies favorisant l'emploi et les hausses de salaires, au détriment de la création de valeur actionnariale (Faleye et al., 2006). Leur participation au capital et potentiellement aux instances de gouvernance leur permettrait d'infléchir les stratégies des entreprises (Ginglinger et al., 2011) et plusieurs études empiriques récentes soulignent les impacts globalement négatifs d'un niveau de détention élevé de capital par les salariés (Faleye et al., 2006 ; Kim et Ouimet, 2014). La littérature récente sur le sujet s'interroge ouvertement sur l'impact global de la montée en puissance des salariés au sein du capital des entreprises (Kruse, Freeman et Blasi, 2010 ; Guedri et Hollandts, 2008).

Notre contribution dans cet article s'inscrit dans la continuité de ces travaux et part du constat que dans un nombre croissant de grandes entreprises françaises, les actionnaires salariés sont parfois majoritaires ou en passe de le devenir (voir [annexe 15](#)). Nous évaluons, via la construction d'un score relatif, l'impact de l'influence grandissante des actionnaires salariés sur la performance de leurs entreprises. Nous considérons ainsi que les actionnaires salariés,

comme tout actionnaire, sont susceptibles de peser sur la gouvernance et les choix stratégiques de leurs entreprises dès l'instant où ils détiennent une participation significative au capital, doublée d'une représentation potentielle au cœur des instances de gouvernance. Notre recherche entend contribuer à cette thématique en se focalisant sur l'actionnariat salarié significatif, c'est-à-dire sur des niveaux de détention du capital permettant aux salariés de détenir une influence réelle par le biais du capital et de leur représentation potentielle aux instances de gouvernance.

Dans la continuité des travaux de Faleye aux Etats-Unis ou de Ginglinger et *al.* en France, nos résultats tendent à démontrer l'influence négative des actionnaires salariés sur la performance économique de leurs entreprises quand ils occupent une place significative en matière de détention d'actions et de représentation dans les instances de gouvernance. En complément des résultats de nos tests économétriques, cette recherche fournit également une mesure de l'actionnariat salarié significatif qui permet d'approximer l'influence de ces derniers sur la performance économique de leurs entreprises. Nous proposons également pour la première fois une étude de longue durée (14 années) sur l'actionnariat salarié qui à notre connaissance n'a pas d'équivalent sur les 120 plus grandes entreprises françaises. D'un point de vue méthodologique, nous utilisons la méthode d'estimation des moments généralisés (GMM) en panel dynamique de Blundell Bond (1998) pour traiter le problème potentiel d'endogénéité fréquemment présent dans la littérature académique et empirique sur le sujet (Wintoki et *al.*, 2012 ; Balsmeier et *al.*, 2013 ; Bova, Dou et Hope, 2015). La mobilisation de cette méthode nous permet de nous assurer que nos résultats ne sont pas affectés par des biais liés à l'endogénéité de nos variables d'intérêt (Wintoki et *al.*, 2012 ; Semadeni et *al.*, 2014).

Dans la suite de cet article, nous formulons nos hypothèses de recherche à l'issue d'une revue de littérature consacrée aux effets de l'actionnariat salarié sur la gouvernance des entreprises et la performance (2). Nous présentons ensuite notre échantillon, les données et la démarche

empirique (3) suivie des résultats obtenus (4). Enfin, nous concluons notre article par une discussion de nos résultats et des perspectives de recherche offertes (5).

## **2. Les effets ambivalents de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises**

L'actionnariat salarié est un mécanisme de participation financière qui suscite beaucoup d'intérêt tant du point de vue des praticiens que des chercheurs. La littérature académique porte un regard contrasté sur les effets de l'actionnariat salarié (Aubert et *al.* 2014). D'une part, l'actionnariat salarié est certes susceptible d'affecter positivement la performance de l'entreprise en ayant une influence positive sur des variables attitudinales et la productivité des salariés mais d'autre part, l'actionnariat des salariés génère potentiellement des effets négatifs perceptibles au niveau de la gouvernance des entreprises.

### *a. Les effets positifs de l'actionnariat salarié*

Une grande partie de la littérature souligne l'impact positif de l'actionnariat salarié au niveau individuel (Kaarsemaker et *al.*, 2010 ; Kruse, 2002). L'actionnariat salarié a des effets positifs sur l'attitude des salariés au travail (implication, participation, motivation, satisfaction e.g Klein, 1987) notamment en raison des gains monétaires associés à la prise de participation au capital (French, 1987). Les salariés seraient d'autant plus impliqués qu'ils se sentiraient ainsi associés à l'entreprise (notion de « propriété psychologique » - Pierce et *al.*, 1991). Kruse et *al.*, (2010) montrent également que l'actionnariat des salariés réduit les comportements opportunistes et les problématiques de passager clandestin. Ainsi, l'actionnariat salarié est à la fois en mesure de réduire le turnover, l'absentéisme, la probabilité de quitter l'entreprise (Brown et *al.*, 1999 ; Buchko, 1992 ; Wilson et Peel, 1991) et d'augmenter la productivité des salariés et la performance des entreprises (Ben-Ner et Jones, 1995; Jones et Kato, 1995 ; Desbrières, 2002 ; Robinson et Wilson, 2006 ; Kaarsemaker et *al.*, 2010). Récemment, O'Boyle, Patel et Gonzales-Mulé (2016) ont montré grâce à une méta-analyse que l'actionnariat salarié

était susceptible d'avoir un effet légèrement positif sur la performance même si l'analyse de Kim et Patel (2017) montrent l'influence prépondérante du contexte (pays, secteur, entreprise, temps) sur la relation observée. Cependant, si plusieurs études ont montré l'impact positif de l'actionnariat salarié, la littérature met aussi en évidence la « face cachée » de l'actionnariat salarié surtout quand les salariés sont en mesure d'influencer de manière significative la gouvernance de leur entreprise.

*b. Quand les actionnaires salariés exercent une influence significative*

Outre les aspects positifs évoqués plus haut, l'actionnariat salarié est susceptible d'avoir des effets négatifs notamment pour des niveaux importants de participation au capital. La littérature s'est historiquement peu penchée sur l'analyse des niveaux significatifs d'actionnariat salarié en raison du fait qu'ils étaient peu ou pas observables jusqu'à présent (Kaarsemaker et al., 2010 ; Kim et Ouimet, 2014). L'étude d'envergure réalisée par Faleye et al. (2006) s'est intéressée à des niveaux significatifs d'actionnariat salarié (plus de 5% du capital) et sur leur impact sur plusieurs variables de performance et les choix opérés par les entreprises. Ces auteurs montrent que les entreprises qui affichent une participation élevée de leurs salariés au capital et à la gouvernance investissent moins, prennent moins de risques, se développent plus lentement, créent moins de nouveaux emplois, s'écartent plus de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, et sont moins productives. Les auteurs montrent ainsi que la participation des salariés diminue la valeur actionnariale de 14,5% et que la productivité des salariés est inférieure de 21% pour les entreprises avec une forte participation des salariés au capital. Par ailleurs, la mise en œuvre de mécanismes d'actionnariat salarié est susceptible de faciliter l'enracinement négatifs des dirigeants (Jensen et Meckling, 1979 ; Chaplinsky et Niehaus, 1994 ; Gamble, 2000 ; Benartzi et al., 2007). Aubert et al. (2014) montrent par exemple que l'actionnariat salarié peut être utilisé comme mécanisme d'enracinement notamment par des « mauvais » dirigeants (sous-performants) afin de servir leurs intérêts personnels et stratégiques. Un risque potentiel de collusion existe entre dirigeants et

actionnaires salariés dans la mesure où la mise en œuvre de tels mécanismes peut être motivée par la formation d'une alliance entre salariés et dirigeants afin de repousser les OPA potentielles (Park et Song, 1995 ; Rauh, 2006). Au-delà des effets directs sur la gouvernance, l'actionnariat salarié est surtout susceptible d'altérer les décisions stratégiques majeures. L'actionnariat salarié accorde des créances résiduelles aux salariés qui cherchent classiquement à maximiser la partie fixe de leurs revenus (les salaires) au détriment de la partie « aléatoire » représentée par la performance et les dividendes (Jensen et Meckling, 1979 ; Desbrières, 2002 ; Guedri et Hollandts, 2008 ; Aubert et *al.*, 2014). L'actionnariat salarié offre ainsi aux salariés le pouvoir politique nécessaire pour influencer les décisions stratégiques dans un sens qui leur est favorable, comme des augmentations des salaires au détriment des politiques maximisant la valeur actionnariale ou le développement de l'entreprise (Faleye et *al.*, 2006).

Il existe par conséquent un risque potentiel de perte de compétitivité et de performance de l'entreprise si les intérêts des (actionnaires) salariés sont trop favorisés. Cette problématique pourrait dès lors être cruciale dans les cas où les actionnaires salariés détiennent une participation significative voire majeure au capital de leur entreprise. Plusieurs travaux récents ont détecté la présence de relations curvilinéaires mettant en évidence une association positive entre actionnariat salarié et performance pour des niveaux faibles de détention avant que cette relation s'inverse pour des niveaux élevés d'actionnariat salarié (Kim et Ouimet, 2014 ; Guedri et Hollandts, 2008). Or, aucune explication réellement convaincante sur l'inflexion des courbes constatées empiriquement n'a été apportée jusqu'à présent. Nous suggérons que l'inflexion des courbes pourrait notamment s'expliquer par la présence d'un actionnariat salarié significatif dont les effets ne se manifesteraient pas en deçà de certains seuils. Jusqu'à présent, la littérature a toujours envisagé l'actionnariat salarié comme un phénomène linéaire sans prendre en compte les effets induits par le franchissement de seuils ou la détention de plus en plus significative d'un bloc actionnarial. Or, la détention d'une

fraction significative voire majeure offre une opportunité sans précédent aux salariés pour détenir un véritable contre-pouvoir ou peser dans un sens qui leur est favorable.

Ainsi, l'actionnariat salarié significatif représente pour l'heure une *terra incognita* dont nous nous proposons d'explorer les conséquences dans le cadre de cet article. Pour cela nous considérons une mesure relative de l'actionnariat des salariés (actionnariat salarié significatif) qui permet de prendre en compte l'influence relative de l'actionnariat salarié par rapport aux autres actionnaires. Notre mesure d'actionnariat salarié permet de capter le poids et le rapport de force potentiel de la participation des actionnaires salariés. En présence d'un actionnariat salarié significatif, les employés ont plus de pouvoir et de marge de manœuvre, et peuvent plus aisément promouvoir leurs intérêts. Ceci pourrait in fine renforcer les effets néfastes en termes de prise de décision et de gouvernance. Ainsi, un effet négatif associé à des niveaux d'actionnariat salarié significatif est attendu.

*Hypothèse 1 : L'actionnariat salarié significatif a un effet négatif sur la performance des entreprises*

Par ailleurs, la loi du 30/12/2006 impose la présence d'un représentant des actionnaires salariés au sein de la gouvernance des entreprises cotées françaises. Cette participation directe à la gouvernance représente un levier supplémentaire pour faire la promotion de leurs intérêts et peser dans les décisions stratégiques discutées en conseil d'administration ou de surveillance. Nous postulons donc un effet modérateur potentiel renforçant l'effet négatif de la participation des salariés au capital. La littérature souligne que la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration est susceptible d'amplifier les effets observés en présence de mécanisme d'actionnariat salarié (Desbrières 1997, 2002; Guedri et Hollandts, 2008).

*Hypothèse 2 : La présence d'administrateurs salariés au sein du conseil d'administration a un effet modérateur sur la relation entre l'actionnariat salarié significatif et la performance.*

### 3. Echantillon, données et méthodologie

Dans cette section, nous présentons l'échantillon retenu pour notre étude, les données et la méthode économétrique utilisée.

#### *a. Echantillon*

Notre échantillon est constitué des entreprises françaises appartenant ou ayant appartenu à l'indice SBF 120 sur la période 2000-2014. Cet indice regroupe les 120 plus grandes entreprises en termes de capitalisation boursière et de volumes d'échanges sur le marché Euronext Paris et il constitue une référence intéressante puisqu'il est par exemple utilisé par Ginglinger et *al.* (2011) dans le cadre d'une étude comparable<sup>34</sup>. Notre période d'analyse de 15 années permet de constituer un panel assez large qui enrichit les résultats et améliore les estimations et les tests économétriques. Cette période englobe notamment la diffusion des principaux codes de gouvernance en France et correspond à une large diffusion des mécanismes d'épargne salariale au sein des entreprises cotées. Au départ, nous disposions de 158 entreprises ayant appartenu de façon significative à l'indice SBF 120 sur la période d'étude. Cependant, les entreprises financières telles que les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés d'investissement, de courtage et de gestion de portefeuille ont été exclues de l'échantillon. En effet, ces dernières ont des structures financières et comptables particulières par rapport aux entreprises industrielles et commerciales. Les entreprises présentant beaucoup de données manquantes ont également été enlevées de l'échantillon. Notre échantillon final comprend 120 entreprises sur la période 2000-2014 soit 1800 observations.

---

<sup>34</sup> Cette étude s'est intéressée à l'impact de la représentation des salariés sur la période 1998-2008. Les auteurs ne trouvent pas d'incidence significative des administrateurs élus par les salariés sur la performance.

*b. Collecte des données*

Les données d'actionnariat et de gouvernance sont issues de la base de données IODS et des documents de référence des entreprises qui ont été téléchargés et exploités de façon manuelle. Pour construire notre mesure d'actionnariat salarié significatif, la procédure a consisté à identifier la nature et le pourcentage du premier actionnaire ainsi que la part de capital éventuellement détenue par les salariés sur la période 2000-2014. Cette collecte manuelle a été réalisée grâce à la consultation des rapports annuels des entreprises disponibles à partir du site internet de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et /ou sur le site internet des entreprises. Une fois les données d'actionnariat et de gouvernance recueillies, nous avons associé les variables financières correspondantes à chaque entreprise composant l'échantillon. Les données financières ont été collectées à partir de la base de données Factset.

*c. Variable expliquée : la mesure de la performance*

Afin de mesurer la performance des entreprises, trois variables ont été retenues : la rentabilité des actifs (ROA), la rentabilité des capitaux propres (ROE) et le Q de Tobin. Ces variables ne mesurent pas les mêmes aspects de la performance. Les deux premières variables constituent une mesure purement comptable de la performance tandis que le Q de Tobin est une variable de valorisation par le marché intégrant la psychologie des investisseurs dans la valorisation des actions des sociétés (Mard et al., 2014). Ces mesures sont classiquement utilisées dans les articles analysant le lien entre structure actionnariale, gouvernance et performance (Thomsen et Pedersen, 2000 ; Guedri et Hollandts, 2008 ; Mard et al., 2014). Ces données ont été collectées sur la période 2000-2014 à partir de la base de données Factset.

*d. Variables explicatives*

i. Mesure de l'actionnariat salarié significatif

Dans la littérature, le pourcentage de capital détenu par les employés représente une mesure standard (Gamble, 2000 ; Faleye et al., 2006 ; Guedri et Hollandts, 2008 ; Ginglinger et al., 2011 ; Kim et Ouimet, 2014). Dans le cadre de cette analyse nous avons opté pour une mesure originale de la participation des salariés à savoir un score relatif d'actionnariat salarié significatif. Cette mesure correspond au rapport du pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés et du pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire. Ce score relatif permet de capter le rapport de force de l'actionnariat salarié vis-à-vis des autres types d'actionnaires. Autrement dit, il permet de mieux cerner le pouvoir et la marge de manœuvre liés à la participation des salariés au capital.

$$ScoreAS_{SIGN} = \frac{\text{Pourcentage du capital détenu par les salariés}}{\text{Pourcentage du capital détenu par le premier actionnaire}}$$

Les données sur le pourcentage du capital détenu par les salariés et celles sur le pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire ont fait l'objet d'une double vérification : elles ont été extraites de la base IODS 2000-2014 et ont fait l'objet d'une vérification manuelle dans chaque document de référence. Notre variable principale a ensuite été créée à partir de ce calcul. Un score relatif de 1 correspond à une situation où le pourcentage d'actionnariat détenu par les salariés est supérieur à celui du premier actionnaire. C'est la mesure que nous utilisons de manière générale dans les tests présentés ci-après<sup>35</sup>. Notre mesure présente un double avantage. Elle est plus restrictive que celle utilisée par Faleye et al. (2006) ou Kim et Ouimet (2014) qui ne prennent en considération que le seuil de 5% et nous permet donc d'isoler plus précisément un actionnariat salarié significatif. Par ailleurs, notre variable intègre également

---

<sup>35</sup> A des fins de vérification et de robustesse, nous avons également construit une variable muette à partir de ce score relatif qui vaut 1 si le score relatif d'actionnariat salarié significatif est supérieur ou égal au troisième quartile (q3) de cette variable pour l'échantillon total, soit de 9% et 0 sinon.

le poids relatif des salariés face au premier actionnaire (Balsmeier et *al.*, 2013) et représente de ce point de vue un proxy capturant le rapport de force potentiel.

ii. Variables de contrôle

La performance des entreprises peut être influencée par plusieurs facteurs qui sont introduits dans les régressions en tant que variables de contrôle. Il s'agit entre autres des variables de gouvernance, de taille, des opportunités de croissance du secteur d'activité. Nous avons introduit une série de variables relatives à la forme et la structure de la gouvernance des entreprises. Une variable captant la structure du conseil d'administration a été introduite car celle-ci joue un rôle clé dans l'objectif d'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. En effet, une structure duale (directoire et conseil de surveillance) renforce la supervision et permet de réduire les comportements opportunistes des dirigeants et leur enracinement (Rose, 2005). La structure de gouvernance est captée par une variable muette qui vaut 1 lorsque la structure de gouvernance est duale (directoire et conseil de surveillance) et 0 sinon (Guedri et Hollandts, 2008). Une variable qui vaut 1 lorsque le directeur général est aussi le président du conseil d'administration a également été introduite. Elle permet de capter l'intensité de la marge de manœuvre des dirigeants. En effet, on suppose que l'association des deux fonctions confère aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire plus important, ce qui pourrait favoriser la poursuite d'intérêts stratégiques et l'enracinement des dirigeants (Bova et *al.*, 2015 ; Ginglinger et *al.*, 2011). Une variable muette pour les anciennes entreprises publiques a été aussi introduite dans nos régressions. En effet, la législation française impose de réserver une partie des actions aux salariés d'anciennes entreprises publiques lors des opérations d'introduction en Bourse ou d'augmentation de capital et impose également la représentation des salariés aux instances de gouvernance des entreprises privatisées. Cette variable prend la valeur 1 si l'entreprise était auparavant détenue par le gouvernement français et 0 sinon. Une variable d'actionnariat familial (variable muette qui

vaut 1 lorsque l'entreprise est contrôlée par un actionnariat familial (et 0 sinon) a été introduite pour prendre en compte la différence de performance qui pourrait exister (Sraer et Thesmar, 2007) ainsi que l'orientation historique des entreprises familiales vers les mécanismes d'actionnariat salarié (Trébucq, 2002). Nous contrôlons également par la taille des entreprises. En effet, la taille de l'entreprise contribue à sa performance notamment en raison des économies d'échelle et du pouvoir de marché (Beard et Dress, 1981). Le total des actifs est utilisé comme proxy de la taille des entreprises (Crashwell et *al.*, 1997 ; Sahut et Gharbi, 2010). Le taux de croissance du chiffre d'affaire est introduit comme proxy de la dynamique de l'entreprise (Charreaux, 1991 ; Margaritis et Psillaki, 2010 ; Mard et *al.*, 2014). La structure du capital approximée par le total de la dette divisé par le total des actifs a été introduite également comme variable de contrôle (Mard et *al.*, 2014). Nous introduisons également la volatilité comme un élément déterminant essentiel de la rentabilité des entreprises (Ginglinger et *al.*, 2011). Enfin, les effets fixes années et industries sont introduits pour capter les effets conjoncturels et les effets différenciés en termes de taille, de caractéristiques du marché, de croissance des différents secteurs (Mauri et Michaels, 1998). La définition des différentes variables est synthétisée dans le tableau 11, ci-après.

**Tableau 11 : Définition des variables**

<b>Variabiles</b>	<b>Définitions</b>
<b>Variable de performance</b>	
Return on assets	Rentabilité des actifs de l'entreprise à la date t : Excédent Brut d'exploitation / Total actif
Return on equity	Rentabilité des capitaux propres : Bénéfice net / capitaux propres
Q de Tobin	Valeur de marché des actifs / valeur de remplacement des actifs
<b>Variable d'intérêt</b>	
Actionnariat salarié	Pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés
Actionnariat salarié significatif	Ratio du pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés rapporté au pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire à la date t
Administrateur(s) salarié(s)	Pourcentage d'administrateurs salariés élus siégeant au conseil d'administration
<b>Variable de contrôle</b>	
Structure duale	Variable muette qui prend la valeur 1 si l'entreprise est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire et 0 si elle est sous forme de conseil d'administration
Dualité	Variable muette égale à 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon
Actionnariat familial	Variable muette qui vaut lorsque le premier actionnaire est familial et 0 sinon
Ancienne Entreprise publique	Variable muette égale à 1 si l'entreprise était une propriété publique
Taille	Logarithme népérien du total des actifs de l'entreprise à la date t
Dynamisme de l'entreprise	Croissance du chiffre d'affaire de l'entreprise entre t-1 et t.
Endettement	Taux d'endettement de l'entreprise à l'année t = Dette totale / Total actifs
Volatilité	Écart-type des rendements mensuels des actions au cours de l'exercice précédant la date t
Secteurs d'activité	Variables muettes captant le secteur d'activité de l'entreprise selon la classification ICB de premier niveau

*e. Modèle économétrique*

L'objectif de notre recherche est d'étudier le lien entre actionnariat salarié significatif et performance en utilisant une base de données longitudinale (15 ans) sur les entreprises du SBF 120. Cette période d'étude assez longue nous permet d'utiliser un modèle de régression dynamique. L'utilisation d'une spécification dynamique est très importante pour la justesse des résultats. En effet, Wintoki *et al.* (2012) ont montré que les études mettant en relation des variables de gouvernance et la performance des entreprises sont généralement affectée par des problèmes d'endogénéité et produisent des estimations potentiellement biaisées si la dimension dynamique n'est pas prise en compte. Les auteurs recommandent l'utilisation de l'estimateur GMM pour l'estimation des modèles de panel dynamique. Par conséquent, notre modèle de régression dynamique se présente comme suit :

$$Perf_{it} = \beta_1 + \beta_2 Perf_{it-1} + \beta_3 AS\_SIGN_{it} + \beta_4 Control_{it} + \mu_i + \pi_i + \varepsilon_{it} \text{ (Modèle 1)}$$

$$Perf_{it} = \beta_1 + \beta_2 Perf_{it-1} + \beta_3 AS\_SIGN_{it} + \beta_4 Act\_Sal_{it} + \beta_5 (AS_{sign_{it}} * Adm_{sal_{it}}) +$$

$$\beta_6 Control_{it} + \mu_i + \pi_i + \varepsilon_{it} \text{ (Modèle 2)}$$

$Perf_{it}$  est la mesure de performance retenue (ROA, ROE et le Q de Tobin) de l'entreprise  $i$  à la date  $t$ ;  $Perf_{it-1}$  représente la variable de performance retardée d'une période ;  $AS\_SIGN_{it}$  est la mesure de l'actionnariat significatif de l'entreprise  $i$  à la date  $t$  ;  $Control_{it}$  est l'ensemble des variables de contrôle de l'entreprise  $i$  à la date  $t$  ;  $\mu_i$  représente les effets fixes annuelles qui captent les effets inobservables invariants dans le temps;  $\pi_i$  représente les effets fixes sectoriels qui captent les facteurs inobservables communs à tous les secteurs ;  $\varepsilon_{it}$  représente le terme d'erreurs

Dans le modèle 2 nous introduisons, la variable du pourcentage d'administrateurs salariés ( $Act\_Sal_{it}$ ) et une variable interactive ( $Interact_{it}$ ) entre l'actionnariat salarié significatif et le pourcentage d'administrateurs pour capter d'éventuels effets de modération. Il existe deux manières d'estimer un modèle de régression dynamique : l'estimateur GMM en première différence d'Arellano et Bond (1991) et l'estimateur GMM system de Blundell Bond (1998). L'estimateur en différence première d'Arellano et Bond (1991) consiste à instrumenter les variables explicatives de l'équation en première différence par les valeurs en niveau retardées

d'une période ou plus. L'estimateur en GMM system de Blundell et Bond (1998) 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 et Bond (1998) car les auteurs ont montré à l'aide de simulation Monte Carlo que cet estimateur est le plus performant. Par ailleurs, l'estimateur GMM system de Blundell et Bond (1998) permet de tenir compte de la complexité de la relation entre l'actionnariat salarié et la performance et de traiter le problème d'endogénéité. En effet, la majorité des études qui mettent en relation la performance et les variables de gouvernance utilisent l'estimateur de moindres carrés ordinaires (MCO) qui ne permet pas de traiter le problème d'endogénéité des variables (Wintoki et *al.*, 2012). L'endogénéité est source de biais des résultats et sa non prise en compte pourrait mettre en doute les résultats obtenus voire les invalider (Semadeni et *al.*, 2014, Wintoki et *al.*, 2012). Il existe plusieurs sources d'endogénéité : l'omission de variables, les erreurs de mesures, l'existence d'une causalité inverse entre variable dépendante et variables indépendantes (Wooldridge 2002). Au regard de notre étude, on est amené à considérer que la relation entre participation des salariés au capital et performance peut être observée de manière simultanée : l'actionnariat salarié a un impact sur la performance de l'entreprise mais aussi les niveaux de performance pourraient avoir un effet causal sur l'actionnariat salarié (Bova, Dou et Hope, 2015 ; Balsmeier et *al.*, 2013). En somme, l'estimateur GMM system permet non seulement de traiter ce problème d'endogénéité mais permet également 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 tient à deux types de tests. D'une part, le test de suridentification de Hansen 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 et Bond (1991) sont utilisés pour vérifier la validité de l'hypothèse nulle respectivement 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).

## 4. Résultats empiriques

### a. Statistiques descriptives

Le tableau 12 ci-après présente les statistiques descriptives des variables utilisées dans les régressions. Les entreprises de notre échantillon ont en moyenne un score relatif d'actionnariat salarié significatif de 0,12 et 25% des observations ont un score d'actionnariat salarié significatif supérieur ou égal à 9%. On peut également noter que la moyenne du pourcentage d'administrateurs salariés élus est 1,58% avec un maximum de 35,29%. La matrice de corrélation des variables est présentée en [annexe 16](#).

**Tableau 12 : Statistiques descriptives**

Variables	Moyenne/ Fréquence	Médian e	Ecart type	min	max
Rentabilité des actifs (ROA)	4.58	4.67	6.77	-33.61	49.25
Rentabilité des capitaux propres (ROE)	10.34	11.23	17.89	-95.32	127.43
Q de Tobin	1.66	1.29	1.48	0.60	27.26
Actionnariat salarié % de detention	2.05	0.81	4.09	0	32.82
Actionnariat salarié significatif	0.12	0.02	0.25	0	1
Actionnariat salarié (muette)	0.25	0	0.45	0	1
Pourcentage administrateurs salariés	1.58	0	5.76	0	35.29
Dualité PDG	0.57	1	0.49	0	1
Structure duale	0.25	0	0.43	0	1
Actionnariat familial	0.41	0	0.490	0	1
Ancienne Entreprise publique	0.19	0	0.390	0	1
Dynamisme de l'entreprise	0.12	.05	0.880	-1	23.71
Volatilité	5.27	3.05	7.700	.01	72.95
Taille	14191.45	3587.89	29261.15	3.07	267989

Le tableau 13 donne la distribution de la variable d'actionnariat salarié et on note que les salariés ne détiennent pas de capital de leur entreprise dans 20,82 % des observations. On constate également que 35,32% des observations ont un actionnariat salarié compris entre 0

et 1%. Au-delà de 1% de pourcentage détenu par les salariés, on a 43,97% des observations. Les moyennes réalisées par années et présentées en annexe 15, montrent également une progression régulière de l'actionnariat salarié significatif au sein du SBF 120.

**Tableau 13 : Distribution du pourcentage de capital détenu par les salariés**

% de capital détenu par les salariés	Fréquence	Pourcentage	Fréquences cumulées
0	346	20,82	20,82
[0 - 1[	587	35,32	56,14
[1 - 3[	448	26,96	83,09
[3 - 10[	215	12,94	96,03
[10 - 20[	35	2,11	98,13
[20 - 30[	27	1,62	99,76
50 et plus	4	0,24	100,00
<b>Total</b>	<b>1,662</b>	<b>100.00</b>	

Le tableau 14 présente les résultats du test de différences de moyenne selon que l'entreprise a un fort ou faible actionnariat salarié significatif. Une entreprise est considérée comme ayant un fort actionnariat significatif si en moyenne son score relatif d'actionnariat significatif est supérieur ou égal au troisième quartile ( $q_3$ ) de cette variable pour la population totale, soit 9%. En ce qui concerne les variables de performance, le test de différence de moyennes montrent que les entreprises à « fort » actionnariat salarié significatif sont moins performantes que celles à « faible » actionnariat salarié significatif. De plus, les résultats révèlent que les ventes des entreprises à fort actionnariat salarié significatif croissent moins vite que celles à faible actionnariat salarié significatif.

**Tableau 14 : Test de différence de moyenne selon la structure d'actionnariat significatif des entreprises**

Variables	Moyennes		T student pour H0: moyenne faible AS – moyenne fort AS =0
	Entreprises à faible actionnariat salarié significatif (n=90)	Entreprises à fort actionnariat salarié significatif (n=30)	
<b>Rentabilité des actifs (ROA)</b>	4.505905	3.590903	4.1761***
<b>Rentabilité des capitaux propres (ROE)</b>	11.40559	9.187147	3.3141***
<b>Q de tobin</b>	1.789098	1.331668	14.5284***
<b>Dynamisme de l'entreprise</b>	0.8150803	0.0518032	4.9363***
<b>Endettement</b>	19.8221	21.94638	-1.4260
<b>Volatilité</b>	5.592612	5.325652	1.0011
<b>Taille</b>	9780.853	26594.05	-11.0859***

### *b. Résultats économétriques*

Les résultats de la spécification 1 de notre modèle sont présentés dans le tableau 15 (ci-après). Dans cette spécification, le lien entre actionnariat significatif et performance est étudié. Nous utilisons trois mesures de performance : la rentabilité des actifs (ROA), la rentabilité des capitaux propres et le Q de Tobin comme variables expliquées. Nous constatons tout d'abord que les différents tests spécifiés ci-dessus sont concluants pour l'ensemble de nos estimations. D'une part, le test de Hansen ( $P\text{-value} > 0.05$ ) ne permet pas de rejeter l'hypothèse nulle de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments. D'autre part, les tests AR1 et AR2 valident le non rejet de l'hypothèse nulle d'autocorrélation des résidus de premier ordre ( $P\text{-value} < 0.05$ ) et l'acceptation de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs en différences premières ( $P\text{-value} > 0.05$ ). Enfin, le niveau de significativité et la valeur des coefficients des variables retardées du rendement des actifs, du rendement des capitaux propres et du Q de Tobin apportent une nouvelle justification à la spécification dynamique du modèle et confirme la nécessité d'inclure les variables retardées de performance (Wintoki et *al.*, 2012). En effet, les valeurs passées de

performance ont un impact positif sur la performance actuelle. Les tests valident l'ensemble des estimations et par conséquent, les résultats peuvent être interprétés et commentés.

Lorsque la variable expliquée est la rentabilité des actifs (ROA), on observe un effet négatif statistiquement significatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance (modèle 1 -  $\beta = -6,38$ ; sig.  $\alpha < 0,01$ ). Ce résultat traduit l'effet négatif d'un actionnariat salarié significatif sur la performance financière (ROA). Le même impact négatif est obtenu lorsqu'on utilise la variable muette d'actionnariat salarié (modèle 2 -  $\beta = -1,33$ ; sig.  $\alpha < 0,1$ ). Lorsque la variable expliquée est la rentabilité des capitaux propres (ROE), on constate également un effet négatif et statistiquement négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance (modèle 3 -  $\beta = -28,54$ ; sig.  $\alpha < 0,01$  et modèle 4 -  $\beta = -10,00$ ; sig.  $\alpha < 0,01$ ). Dans les modèles 5 et 6, la variable  $Q$  de Tobin est utilisée comme variable de performance et les résultats confirment l'impact négatif d'un actionnariat salarié significatif sur la performance. En effet, le coefficient de la variable d'actionnariat salarié est négativement significatif ( $\beta = -0,41$ ; sig.  $\alpha < 0,05$  et  $\beta = -0,27$ ; sig.  $\alpha < 0,01$ ). Nos résultats d'ensemble soulignent l'impact négatif d'un actionnariat salarié significatif sur la performance des entreprises et ce quelle que soit la mesure de performance retenue ou la façon d'opérationnaliser notre variable explicative principale<sup>36</sup>. Dans la deuxième spécification, nous testons l'existence d'une variable modératrice notamment la présence d'administrateurs salariés aux instances de gouvernance. Les résultats de cette spécification sont présentés dans le tableau 16, ci-après.

---

<sup>36</sup> Nous avons également utilisé une mesure classique d'actionnariat salarié significatif : une variable muette qui vaut 1 lorsque le niveau d'actionnariat des salariés est supérieur à 3%. Les résultats restent globalement stables.

**Tableau 15 : Lien entre actionnariat salarié et performance : estimation panel dynamique (GMM System – Blundell Bond)**

Variables Indépendantes	Variable dépendante					
	1 Return on assets	2 Return on assets	3 Return on equity	4 Return on equity	5 Q de Tobin	6 Q de Tobin
Return on assets t-1	0.337*** (0.00874)	0.344*** (0.00793)				
Return on equity t-1			0.0444*** (0.00851)	0.0568*** (0.0129)		
Q de Tobin					0.275*** (0.00850)	0.257*** (0.00639)
<b>Act salarié significatif</b>	<b>-6.380*** (1.538)</b>		<b>-28.54*** (6.770)</b>		<b>-0.419** (0.180)</b>	
<b>Muette AS significatif</b>		<b>-1.334* (0.755)</b>		<b>-10.00*** (3.273)</b>		<b>-0.272*** (0.100)</b>
Dualité	0.999*** (0.359)	0.784*** (0.256)	2.144 (1.727)	2.916 (1.834)	0.0516 (0.0422)	0.114*** (0.0378)
Structure duale	3.014*** (0.748)	3.092*** (0.549)	10.88** (4.676)	12.21*** (4.219)	0.246*** (0.0909)	0.361*** (0.0632)
Actionnariat familial	3.019*** (0.751)	2.838*** (0.775)	18.80*** (6.249)	15.80*** (4.600)	0.628*** (0.134)	0.381*** (0.103)
Ancienne entreprise pub	-13.57*** (3.273)	-11.11*** (2.971)	-47.74*** (13.16)	-25.99** (13.21)	-0.405 (0.417)	-0.317 (0.310)
Croissance des ventes	0.00170*** (0.000424)	0.00420*** (0.000476)	0.0224*** (0.00267)	0.0254*** (0.00367)	0.000103* (5.37e-05)	4.38e-05 (5.16e-05)
Endettement	-0.0123*** (0.000876)	-0.0120*** (0.000695)	-0.420*** (0.0502)	-0.403*** (0.0509)	0.000389*** (8.31e-05)	0.000149** (6.21e-05)
Volatilité	0.0257*** (0.00929)	0.0177* (0.00964)	-0.0803 (0.0556)	0.00789 (0.0610)	-0.00703*** (0.00208)	0.000511 (0.00194)
Taille	-0.106 (0.315)	0.479* (0.254)	17.46*** (2.157)	15.98*** (2.000)	0.217*** (0.0290)	0.0990*** (0.0279)
Muettes années	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Muettes secteurs	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	1443	1458	1416	1431	1453	1468
Nombre d'entreprises	119	119	118	118	119	119
<b>Tests :</b>						
AR1 Arellano Bond	0.006	0.005	0.000	0.000	0.096	0.096
Test Arellano Bond	0.189	0.212	0.138	0.143	0.523	0.604
Test de Hansen	<i>P=0.401</i>	<i>P=0.259</i>	<i>P=0.350</i>	<i>P=0.392</i>	<i>P=0.210</i>	<i>P=0.238</i>
Nb d'instruments	91	98	91	91	81	91

Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types. \*\*\*, \*\*, \* représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%. P désigne la p-value : Une p-value supérieure à 5% signifie que l'hypothèse nulle est acceptée pour un risque d'erreurs de première espèce de 5%. Les variables d'actionnariat significatif, la volatilité et la taille sont supposées endogènes. Toutes les autres variables du modèle sont supposées prédéterminées et instrumentées par leurs retards d'au plus 3 périodes.

Pour tester l'existence de variables modératrices et notamment la présence d'administrateurs représentant les actionnaires salariés, nous avons introduit dans nos régressions une variable d'interaction entre l'actionnariat salarié significatif et le pourcentage d'administrateurs

actionnaires salariés (tableau 16 ci-après). Tout comme dans les résultats précédents, les tests valident notre spécification et on observe un effet négatif de l'actionnariat significatif sur la performance : rentabilité des actifs (modèle 7), rentabilité des capitaux propres (modèle 8) et le  $Q$  de Tobin (modèle 9). En effet, le coefficient de notre variable d'actionnariat salarié significatif reste statistiquement significatif et négatif (modèle 7 :  $\beta = -5,54$ ; sig.  $\alpha < 0,01$ , modèle 8 :  $\beta = -20,31$ ; sig.  $\alpha < 0,01$  et modèle 9 :  $\beta = -0,68$ ; sig.  $\alpha < 0,01$ ). Cela traduit le fait qu'un actionnariat salarié significatif a globalement un effet négatif sur la performance. On constate également que le coefficient de la variable modératrice est statistiquement significatif (modèle 7 :  $\beta = -0,30$ ; sig.  $\alpha < 0,1$ , modèle 8 :  $\beta = 0,56$ ; sig.  $\alpha < 0,05$  et modèle 9 :  $\beta = -0,01$ ; sig.  $\alpha < 0,01$ ). Par conséquent, l'effet négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance est renforcé par la présence d'administrateurs représentant les actionnaires salariés. Notre deuxième hypothèse indiquait que l'effet négatif d'un actionnariat salarié significatif pouvait être amplifié par la représentation des salariés au sein des instances de gouvernance, ce que les résultats de notre étude semblent confirmer. En résumé, nos résultats montrent qu'un actionnariat salarié significatif a un impact négatif sur la performance des entreprises, ce qui est conforme avec les résultats obtenus dans les études de Faleye et *al.* (2006), Guedri et Hollandts (2008) et Kim et Ouimet (2014) qui montrent que des niveaux élevés d'actionnariat salarié ont globalement un effet négatif sur la performance des entreprises. Nos résultats confirment également que la présence d'administrateurs salariés au conseil d'administration renforce cet effet, et peut potentiellement renforcer l'effet d'enracinement relevé par Faleye et *al.* (2006) ou Aubert et *al.* (2014).

**Tableau 16 : Lien entre actionnariat salarié significatif et performance : le rôle de la présence d'administrateurs salariés dans les instances de gouvernance**

Variables indépendantes	Variable dépendante		
	1 Return on assets	2 Return on equity	3 Q de Tobin
Return on assets t-1	0.357*** (0.0217)		
Return on equity t-1		0.0318*** (0.00424)	
Q de Tobin t-1			0.266*** (0.00935)
<b>Actionnariat salarié significatif</b>	<b>-5.547***</b> <b>(1.297)</b>	<b>-20.31***</b> <b>(3.017)</b>	<b>-0.686***</b> <b>(0.106)</b>
<b>Interact(As sign* adm action. salariés)</b>	<b>-0.302*</b> <b>(0.155)</b>	<b>-0.569**</b> <b>(0.289)</b>	<b>-0.0177***</b> <b>(0.00618)</b>
Administrateurs action. salariés	0.0929* (0.0548)	0.00127 (0.0579)	0.00117 (0.00146)
Actionnariat familial	-0.206 (1.118)	16.75*** (3.342)	0.262* (0.139)
Dualité	1.801*** (0.440)	-0.485 (0.790)	0.0646 (0.0419)
Structure duale	4.011*** (0.871)	9.890*** (2.582)	0.479*** (0.106)
Ancienne entreprise publique	-11.53*** (2.599)	-31.61*** (7.784)	-1.506*** (0.309)
Croissance des ventes	0.00130*** (0.000463)	0.0272*** (0.00218)	7.09e-05 (5.28e-05)
Endettement	-0.0147*** (0.00105)	-0.417*** (0.0204)	0.000167* (8.89e-05)
Volatilité	0.0502*** (0.00917)	-0.0469 (0.0377)	0.00167** (0.000848)
Taille	-0.669* (0.407)	16.35*** (0.841)	0.149*** (0.0435)
Muettes années	Oui	Oui	Oui
Muettes secteurs	Oui	Oui	Oui
Observations	1442	1415	1452
Nombre d'entreprises	119	118	119
<b>Tests :</b>			
<i>Test AR1 d'Arellano - Bond</i>	0.005	0.000	0.099
<i>Test AR2 d'Arellano - Bond</i>	0.118	0.121	0.552
<i>Test de Hansen</i>	0.626	0.274	0.165
<i>Nb d'instruments</i>	90	107	90

Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types. \*\*\*, \*\*, \* représentent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%. P désigne la p-value : Une p-value supérieure à 5% signifie que l'hypothèse nulle est acceptée pour un risque d'erreurs de première espèce de 5%. Les variables d'actionnariat salarié significatif, la taille, la volatilité et la variable interactive sont supposées endogènes. Toutes les autres variables du modèle sont supposées prédéterminées et instrumentées par leurs retards d'au plus 3 périodes.

## 5. Discussion

L'actionnariat salarié est un phénomène en constante augmentation qui tend à se généraliser dans les entreprises cotées. Deux chiffres résument ce constat empirique : (1) seules 25 entreprises du SBF 120 ne comptent pas de salariés au sein de leur capital (2) 20% des entreprises de cet indice ont comme premier actionnaire leurs salariés à fin 2014 et ce ratio monte même à 28% si on intègre les salariés comme second actionnaire le plus important. A cela s'ajoute, la représentation de ces mêmes actionnaires salariés, rendue obligatoire depuis la loi du 30 décembre 2006 et qui est effective dans 21 entreprises de l'indice (soit 18%). Par conséquent, les actionnaires salariés apparaissent de plus en plus en mesure de peser significativement sur la gouvernance et les choix stratégiques majeurs des entreprises. C'est un phénomène inédit dans l'histoire du capitalisme actionnarial et dans la gouvernance des entreprises modernes. Jusqu'à présent, les entreprises étaient caractérisées par la séparation propriété/contrôle, qui supposait explicitement la divergence d'intérêts entre des actionnaires externes et des managers internes. L'actionnariat salarié bouscule ce schéma classique en faisant la promotion d'un actionnariat interne potentiellement décisif, et réputé proche des dirigeants en place. Certains auteurs soulignent à ce titre le risque d'un véritable enracinement bilatéral (des dirigeants et des salariés), potentiellement nuisible pour les autres actionnaires (Faleye et *al.*, 2006).

Dans le cadre de cette recherche, nous avons analysé les effets induits par un actionnariat salarié significatif sur la performance des entreprises cotées appartenant à l'indice SBF 120 sur la période 2000-2014. Cette période d'observation nous permet à la fois d'intégrer les effets des différentes lois relatives à l'épargne salariale, les différentes lois et codes de gouvernance ainsi que la période essentielle de développement de l'actionnariat salarié. Il est à noter que le contexte relatif à l'actionnariat salarié est relativement favorable sur la période d'observation. Cependant, le relèvement du forfait social en 2012 (à 20%) est venu limiter l'intérêt des mécanismes d'actionnariat salarié. Par ailleurs, l'effet des différentes crises économiques et

financières est également palpable en venant réduire la valorisation des portefeuilles d'actionnariat salarié. Cependant les entreprises n'ont pas hésité à se tourner lors des dernières années vers leurs salariés pour renforcer leurs fonds propres<sup>37</sup>.

Nous situons les apports de cette recherche à trois niveaux. D'une part, nous focalisons notre étude sur les niveaux significatifs d'actionnariat salarié qui constituaient un « angle mort » de la recherche sur ce sujet. Deuxièmement, à l'instar d'un récent article de Balsmeier et *al.* (2013), nous avons proposé et testé une mesure du « pouvoir » et du rapport de force potentiel des actionnaires salariés au sein de la structure de capital des entreprises concernées. Nous avons pris également le soin d'inclure la représentation potentielle des actionnaires salariés au sein des organes de gouvernance dans notre analyse qui est susceptible d'amplifier les effets induits (Ginglinger et *al.*, 2011 ; Guedri et Hollants, 2008). Enfin, notre dernière contribution est plutôt d'ordre méthodologique puisque nous avons opté pour un modèle en panel dynamique (GMM en deux étapes - Blundell et Bond 1998) afin de mieux spécifier la relation et d'écartier le problème récurrent d'endogénéité potentielle et de variables omises entre l'actionnariat salarié et la performance des entreprises (Wintoki et *al.* 2012).

Nos résultats d'ensemble soulignent un impact négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance des entreprises. Ces résultats démontrent le « côté obscur » de l'actionnariat salarié (Faleye et *al.*, 2006) lorsque les salariés participent de manière importante au capital et à la gouvernance de l'entreprise. Kim et Ouimet (2014) ont récemment montré que les effets positifs de l'actionnariat salarié diminuent et peuvent même disparaître pour des niveaux importants d'actionnariat salarié. De ce point de vue, nos résultats semblent mettre en évidence la présence de niveaux « excessifs » d'actionnariat salarié au-delà desquels les effets négatifs se manifestent ou deviennent dominants (Aubert et *al.*, 2014). Les résultats de nos estimations GMM soulignent de manière constante et robuste la présence d'effets négatifs sur

---

<sup>37</sup> <http://business.lesechos.fr/directions-financieres/financement-et-operations/valorisation/02163520165-actionnariat-salarie-les-entreprises-du-sbf120-continuent-sur-leur-lancee-111040.php>

la performance des entreprises (cf tableau 15). Nos résultats doivent cependant être resitués par rapport aux dernières études examinant le lien actionnariat salarié – performance (Kim et Patel 2016 ; O'Boyle et *al.* 2016). En effet, les résultats de la méta-analyse d'O'Boyle et *al.* (2016) soulignent un faible effet positif de l'actionnariat salarié sur la performance (O'Boyle et *al.* 2016). L'étude de Kim et Patel (2017) porte sur 31 pays européens (dont la France) et 1797 entreprises (de 2006 à 2014). Ils mobilisent une technique de décomposition de variance et montrent que l'effet unique de l'actionnariat salarié, pris isolément sur la performance est non significatif. En revanche, l'effet combiné des différents niveaux d'analyse (entreprise, industrie, pays et année) permet de faire ressortir des effets positifs plus importants. Ils ne relèvent pas d'effet significatif pour les 223 entreprises françaises incluses dans leur échantillon. Ces deux études récentes démontrent que le contexte est susceptible d'avoir une influence importante sur la relation actionnariat salarié/performance. Notre étude, en se focalisant sur des entreprises spécifiques et très peu étudiées permet ainsi de mettre en évidence des effets différenciés suivant les niveaux d'actionnariat salarié observés. Une question essentielle est alors de savoir comment et pourquoi la relation positive habituellement observée entre actionnariat salarié et performance peut devenir négative dans le cadre de notre étude. Une partie de la littérature souligne que les effets négatifs de l'actionnariat salarié peuvent être supérieurs aux effets positifs habituellement observés. Ces effets négatifs sont constitués de l'augmentation sensible des coûts d'agence engendrés mécaniquement par la progression de l'actionnariat salarié (Park et Song 1995 ; Faleye et *al.* 2006 ; Kim et Ouimet, 2014). Concrètement, cela peut se traduire par une volonté des actionnaires salariés de réaliser moins d'investissements ou des investissements moins productifs mais cela peut également se concrétiser par des politiques d'augmentations de salaires ou de maintien d'emploi alors que d'autres décisions stratégiques, plus drastiques, pourraient être requises. Ainsi le risque potentiel (pour les actionnaires « externes ») est de voir se concrétiser une situation d'enracinement bilatéral (Faleye et *al.* 2006) où les actionnaires salariés protègeraient les

dirigeants du risque d'éviction en contrepartie de politique d'emploi ou salariales généreuses (Cronqvist et *al.*, 2009). Les dirigeants peuvent en effet être tentés « d'acheter » le soutien des actionnaires salariés (Kim et Ouimet 2014) par le biais de politiques salariales et sociales dispendieuses (Cronqvist et *al.* 2009). Dès lors, les actionnaires peuvent être lésés en raison du risque de moindre valorisation voire de destruction de la valeur actionnariale (Kim et Ouimet 2014, Faleye et *al.* 2006).

Par ailleurs, nous avons également testé l'effet additionnel de la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance, rendue obligatoire depuis la loi du 30/12/2006. Nos résultats montrent que l'effet négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance est amplifié par la présence d'administrateurs salariés au conseil d'administration/conseil de surveillance. Ce résultat est d'autant plus important dans le contexte français que les pouvoirs publics interviennent depuis plusieurs années pour renforcer la représentation des actionnaires salariés. L'étude de Ginglinger et *al.* (2011) soulignait que la présence de représentant des actionnaires salariés était à minima neutre mais leur étude portait sur une période plus étroite que la nôtre. Par ailleurs l'étude de Guedri et Hollandts (2008) faisait état de relations non significatives à ce niveau et d'une période d'étude antérieure à la loi de 2006 (de 2000 à 2005).

Nos résultats d'ensemble soulignent sans doute l'impact de la promotion des intérêts particuliers des actionnaires salariés. En effet, la présence significative des salariés au capital, agrémentée d'une représentation potentielle au conseil a globalement un impact négatif sur la performance des entreprises. Sur ce plan, la littérature souligne depuis quelques années le risque de collusion et d'enracinement bilatéral des dirigeants et des actionnaires salariés, qui pourrait conduire in fine à une destruction de valeur actionnariale (Faleye et *al.*, 2006 ; Pagano et Volpin, 2005 ; Guedri et Hollandts, 2008 ; Aubert et *al.*, 2014 ; Kim et Ouimet, 2014). Gamble (2000) souligne par exemple que la présence significative d'actionnaires salariés a un effet négatif sur l'intensité des investissements en recherche et développement et en

innovation, ce que l'étude de Faleye et *al.* (2006) a démontré empiriquement sur plusieurs mesures.

Nous pouvons cependant relever quelques limites à notre étude empirique, qui constituent des voies de recherche ultérieures. Nous n'avons pas jusqu'à présent intégré le type d'actionnaire dans le cadre de notre étude et notamment l'orientation court-terme/long-terme des différents types d'actionnaires. Notre étude ne permet pas de capturer les stratégies d'alliances objectives ou subjectives entre actionnaires salariés et dirigeants. Enfin, concernant notre mesure d'actionnariat salarié, elle est potentiellement influencée par des mesures contextuelles comme la fréquence des opérations d'actionnariat salarié. Sur un plan méthodologique et économétrique, les perspectives ouvertes par l'étude de Kim et Patel (2017) semblent très intéressantes. L'effet de l'actionnariat salarié est difficile à isoler et caractériser de façon précise et les techniques de décomposition de la variance constituent une piste prometteuse de recherche. Un prolongement de notre étude pourrait permettre d'inclure l'effet du secteur d'activité qui a un effet significatif sur la performance (Kim et Patel 2017 :253). Notre étude comporte certes des variables de contrôle sectorielles mais ces techniques pourraient nous permettre d'affiner nos résultats à l'avenir. Nous entendons ainsi enrichir notre analyse à l'avenir en intégrant des variables additionnelles et en mobilisant d'autres techniques économétriques afin d'affiner les relations observées dans le cadre de cet article.

## **6. Conclusion**

La littérature souligne les effets ambivalents de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises et notre étude entend contribuer à cette question en se focalisant sur des niveaux significatifs d'actionnariat salarié. Les actionnaires salariés tendent à devenir des acteurs majeurs de la gouvernance des entreprises et il est désormais nécessaire de s'interroger sur les conséquences de ce développement inexorable. Nous proposons une mesure de l'actionnariat salarié significatif qui permet de capturer la marge de manœuvre et le pouvoir effectif dont

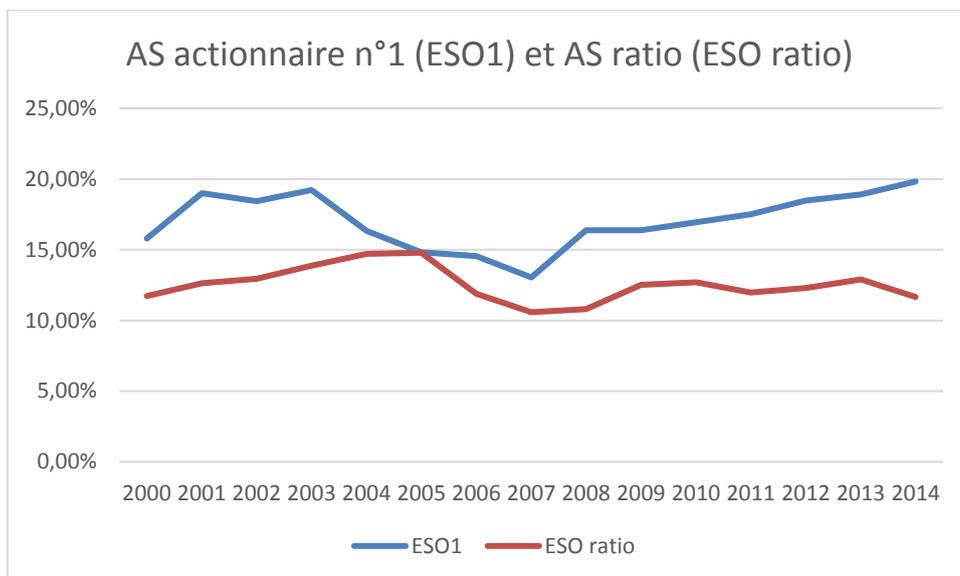
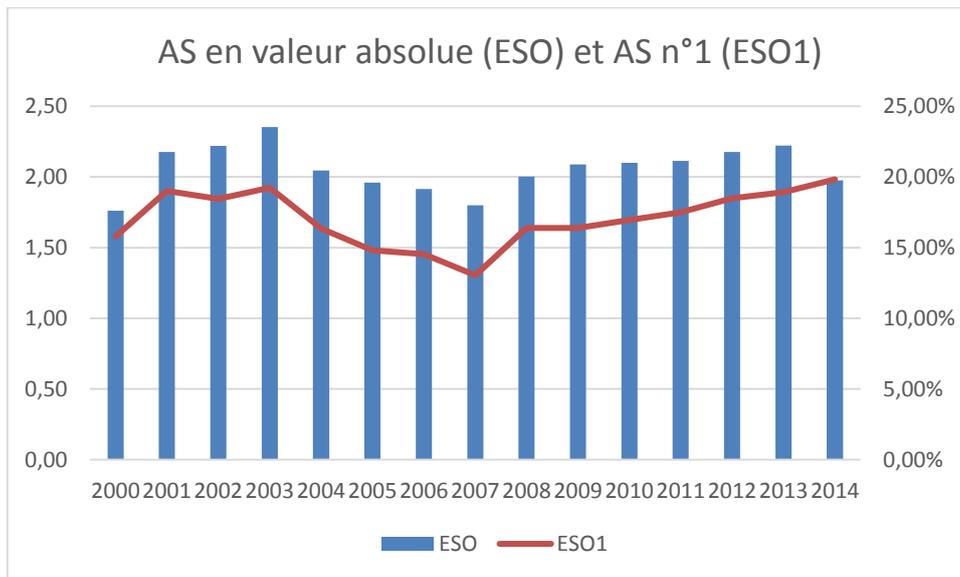
disposent les actionnaires salariés sur la gouvernance et la performance des entreprises. L'utilisation d'un modèle de panel dynamique permet de traiter l'endogénéité potentielle entre actionnariat salarié et performance et une meilleure spécification de la relation étudiée (Wintoki et *al.*, 2012). Nos résultats d'ensemble soulignent l'effet négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance des entreprises cotées françaises. Ce résultat rejoint celui de Faleye et *al.* (2006) et plus récemment celui de Kim et Ouimet (2014) ou Aubert et *al.* (2014) qui montrent que des niveaux significatifs voire excessifs d'actionnariat salarié ont un effet négatif sur la performance des entreprises. Nos résultats montrent également que l'impact négatif de l'actionnariat salarié significatif est renforcé par la présence d'administrateurs salariés au conseil d'administration (conseil de surveillance). Au-delà, nos résultats suscitent des interrogations sur l'impact global de l'actionnariat salarié, qui, sur le long terme, se développe de façon constante. A l'avenir, les actionnaires salariés seront-ils en mesure de mieux se mobiliser et de favoriser encore plus l'expression de leurs intérêts, notamment en assemblée générale ? Devra-t-on prendre la mesure de cet impact négatif et limiter leur expression (par des actions sans droits de vote) ? Voilà, sans doute de nouvelles pistes de réflexions pour le législateur comme pour les acteurs concernés.

## Annexes

### Annexe 14 : Top 20 des entreprises affichant les plus fort taux d'actionnariat salarié à fin 2014 – SBF 120

Entreprise	Taux AS	Présence d'administrateur salarié
EIFFAGE	25,3	1
BOUYGUES	23,31	1
SAFRAN	14,37	1
VINCI	10,4	1
ESSILOR	8,2	1
SAINT GOBAIN	7,5	1
VALLOUREC	7,37	0
TF1	6,9	0
AIR FRANCE-KLM	6,8	0
GROUPE STERIA SCA	6,5	1
CAP GEMINI	6,2	0
SOPRA GROUP	5,7	0
ORANGE	5,08	1
TOTAL	4,6	0
VICAT	4,45	0
ARKEMA	4,4	1
SCHNEIDER ELECTRIC	4,01	0
VIVENDI	3,54	0
SUEZ ENVIRONNEMENT	3,46	1
SEB	3,46	0

**Annexe 15 : Progression de l'actionnariat salarié dans la gouvernance des sociétés du SBF 120 (2000-2014) – moyenne par année**



**Annexe 16 : Matrice de corrélation des variables**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.ROA	1.0000										
2.Q de Tobin	0.0779*	1.0000									
3.Act salarié significatif	0.0002	-0.0683*	1.0000								
4.Pourc Adm salariés élus	-0.0061	-0.0379	-0.0255	1.0000							
5.Dual	-0.0702*	0.0341	0.0510*	0.1267*	1.0000						
6.Structure duale	0.0496*	-0.0057	-0.0114	-0.0961*	-0.6915*	1.0000					
7.Act familial	0.0837*	0.0736*	-0.2318*	-0.2343*	-0.0521*	0.0788*	1.0000				
8.Etp pub	-0.0088	-0.0385	0.0635*	0.5253*	0.0542*	-0.1273*	-0.3547*	1.0000			
9.Ventes	0.0175	-0.0100	-0.0150	-0.0088	0.0180	-0.0090	-0.0171	0.0472*	1.0000		
10.Endettement	-0.1172*	-0.0908*	0.0000	0.0367	-0.0267	0.0382	0.0010	0.0108	0.0079	1.0000	
11.Taille	-0.0286	-0.0738*	0.2240*	0.4912*	0.0882*	-0.0972*	-0.2188*	0.3998*	-0.0141	0.0683*	1.0000

## Conclusion générale

Nous voici au terme de ce travail doctoral dont l'objectif était **d'analyser l'impact de l'implication et de la valorisation du capital humain sur la performance et l'avantage concurrentiel des entreprises**. Le concept de capital humain depuis les travaux précurseurs de Becker et Schultz dans les années 1960, suscite encore aujourd'hui beaucoup d'intérêt dans la recherche académique. Au niveau, de l'entreprise, le concept de capital humain traite à la fois des questions liées à la production interne et celles relatives à la gouvernance des entreprises.

### Synthèse des principaux résultats de la recherche

Premièrement, la littérature théorique a souligné l'impact positif du capital humain sur la performance des entreprises. Cependant, il reste encore des aspects peu étudiés et méconnus de cette relation notamment le mécanisme par lequel le capital humain devient une ressource stratégique de la performance et de la compétitivité des entreprises (Teixeira, 2002 ; Nyberg et Wright, 2015 ; Crook et al., 2011). Afin de nourrir le débat sur ce pan de la recherche, notre travail doctoral a proposé dans un premier temps d'étudier l'impact du capital humain (spécifique) sur la performance et l'avantage concurrentiel au sein d'une banque coopérative régionale. Le choix de l'industrie bancaire s'avère intéressant dans la mesure où le capital humain est particulièrement crucial dans leurs activités. En effet, les banques s'affrontent essentiellement sur les talents qu'elles entendent attirer, former et faire évoluer dans l'organisation. Comme dans les entreprises de services, le facteur humain est au premier plan dans la création de valeur des banques qui est étroitement liée à la satisfaction des clients qui elle-même est tributaire des caractéristiques individuelles et compétences des salariés (Guéry, 2011). Par ailleurs, l'activité bancaire est sans cesse confrontée à des nouvelles exigences dans la commercialisation de produits financiers de plus en plus sophistiqués. Les fréquentes

évolutions du secteur (arrivée de la banque en ligne, évolution des métiers, concurrence accrue, nécessité de maîtriser les risques etc.) ainsi que la forte régulation imposent aux banques de veiller à disposer des ressources humaines compétentes nécessaires à l'atteinte de leurs objectifs. Les enjeux de la valorisation et de l'implication du capital humain, sont désormais stratégiques pour les banques. Le chapitre 1 de notre travail doctoral a présenté ces différents enjeux et fait une revue de littérature empirique sur la mesure du capital humain des banques. Il est ressorti de ce premier chapitre qu'il existe plusieurs approches (bonnes pratiques, modèles de la valeur ajoutée du capital intellectuel) dans la mesure du capital humain des banques qui bien qu'elles soient intéressantes présentent un certains nombres de limites. Ces limites concernent entre autres la subjectivité (biais des répondants), la validité des proxies utilisées et surtout l'absence de la prise en compte de la spécificité du capital humain, élément essentiel de la performance et de l'avantage concurrentiel des entreprises. Au regard de ces limites, nous avons proposé dans le chapitre 2, une mesure du capital humain spécifique dans les agences bancaires afin de combler cette lacune et d'alimenter le débat sur le lien entre le capital humain spécifique et la performance/compétitivité des entreprises. Dans ce chapitre, les données fines sur les salariés et les agences ont été mobilisées afin d'analyser l'impact du capital humain (spécifique) sur la performance individuelle et collective sur la période 2015-2016. Les résultats économétriques mettent en évidence un impact positif et significatif du capital humain spécifique sur la performance individuelle et collective (au niveau des agences bancaires). Les résultats montrent également que le capital humain spécifique permet d'avoir un avantage concurrentiel certain car il réduit l'effet négatif de la concurrence sur le territoire d'intervention des agences bancaires. Ces résultats confirment l'importance du capital humain et surtout celui spécifique pour les activités bancaires en particulier et suscitent des interrogations relatives à la rétention du capital humain afin de l'associer plus étroitement à la performance et à la création de valeur.

Deuxièmement, la littérature a souligné un bouleversement du modèle de gouvernance actionnarial dominant avec l'importance grandissante du capital humain dans la performance et la création de valeur. Ainsi, l'émergence et la diffusion des mécanismes de participation des salariés pourraient permettre d'impliquer, retenir et de fidéliser cette ressource critique qu'est le capital humain spécifique des salariés (Blair et Stout, 1999, 1999; Chassagnon et Hollandts, 2014; Robinson et Zhang, 2005). Dans le chapitre 3 de notre travail doctoral, nous avons analysé le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance dans la mise en place et la progression des mécanismes d'actionnariat salarié au sein d'un échantillon d'entreprises françaises cotées sur la période 2000-2014. Les résultats ont mis en évidence que les entreprises intensives en capital humain avaient une probabilité plus élevée de mettre en place un mécanisme d'actionnariat salarié confirmant ainsi le fait que l'actionnariat salarié est utilisé pour son rôle dans la protection et la fidélisation du capital humain. Les résultats ont également montré l'impact de certains facteurs de gouvernance qui interagissent comme déterminants du niveau d'actionnariat salarié. Il s'agit notamment de la question de l'enracinement des dirigeants. En effet, la littérature académique souligne que l'actionnariat salarié réputé être un actionnariat proche des dirigeants est susceptible de faciliter leur enracinement (Aubert, Garnotel, Lapied, et Rousseau, 2014; Chaplinsky et Niehaus, 1994; Gamble, 2000). L'actionnariat salarié qui peut déboucher sur une représentation obligatoire au conseil (Desbrières, 2002; Hollandts et al., 2011) pourrait être encouragé et consolidé par les dirigeants désireux de s'enraciner. Finalement, on peut se poser des questions sur l'impact sur la performance des entreprises de la mise en place de mécanisme de participation des salariées au capital et à la gouvernance d'autant plus que les recherches récentes évaluent de manière ambivalente leurs effets. Pour ce faire, le chapitre 4 de ce travail doctoral a analysé l'impact d'un actionnariat salarié « significatif » c'est-à-dire l'incidence d'une présence majeure voire majoritaire des salariés dans le capital et au sein des organes de gouvernance. Les résultats économétriques ont mis en évidence un effet négatif de l'actionnariat salarié

significatif sur la performance économique des entreprises ; cet effet est renforcé par la présence d'administrateurs salariés dans les instances de gouvernance. Ce résultat interpelle d'autant plus que le projet de loi PACTE - Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises - prévoit un renforcement de la participation des salariés au capital pour les entreprises cotées comme pour les petites et moyennes entreprises<sup>38</sup>. De plus, la loi PACTE renforce la présence des salariés au sein des conseils d'administration ou de surveillance des entreprises cotées et des ETI en abaissant les seuils de représentation et en augmentant le nombre maximal d'administrateurs salariés (3).

Au-delà, de l'ensemble des résultats de ce travail doctoral, la question de la gouvernance des entreprises intensives en capital humain traverse en continue l'actualité politique et médiatique et suscite des interrogations dans la littérature académique (Cézanne, Krafft, et Saglietto, 2018; Cézanne-Sintès, 2008; Chassagnon et Hollandts, 2014; Hollandts et Valiorgue, 2018).

### **Les contributions et implications managériales de notre travail doctoral**

Ce travail doctoral présente un certain nombre de contributions qui méritent d'être relevées. Elles sont d'ordre théoriques, méthodologiques et opérationnelles.

Tout d'abord, en ce qui concerne la première partie, nous avons mis en évidence la difficulté de la mesure du capital humain des entreprises et au niveau des banques en particulier et avons proposé dans le contexte des activités des agences bancaires une mesure inédite du capital humain spécifique. Contrairement, à la littérature qui utilise l'ancienneté comme mesure de la spécificité du capital humain spécifique (Carpenter, Sanders, et Gregersen, 2001; Hitt, Biermant, Shimizu, et Kochhar, 2001; Pennings, Lee, et Witteloostuijn, 1998), nous avons

---

<sup>38</sup> <https://www.usinenouvelle.com/editorial/l-actionnariat-salarie-attend-les-mesures-de-la-loi-pacte.N743024>  
<https://www.boursier.com/actualites/economie/actionnariat-salarie-2018-sera-un-grand-cru-39686.html>

proposé une mesure qui tient compte non seulement du nombre d'années d'expériences des salariés mais également du degré d'expertise et de spécificité des métiers occupés grâce à l'historique de leur emploi. Cette mesure articule le capital humain des salariés avec leur environnement de travail immédiat et leur service ; ce qui nous paraît plus en accord avec la définition du capital humain spécifique : «*Firm-specific human capital is created and possessed by employees who accumulate sufficient time in the firm to have meaningful learning experiences and interactions with unique firm resources and personnel while working on job assignments and socializing with others in the firm*» (Mahoney et Kor, 2015 : P297). Notre contribution est également d'ordre méthodologique car la méthode d'estimation multiniveau a été préférée aux méthodes des moindres carrés ordinaires – MCO utilisées traditionnellement qui présentent des limites lorsque les données sont hiérarchiques. Le modèle multiniveau permet de répondre aux problèmes spécifiques posés par nos données structurées selon plusieurs niveaux (salariés-agences-communes), qui partagent un environnement commun qui peut affecter la performance (Raudenbush et Bryk 2002; Crocker et Eckardt 2014). En terme d'implications managériales et opérationnelles, les résultats suggèrent d'une part que le CACF (comme d'autres institutions bancaires) devrait continuer à promouvoir les politiques visant à renforcer son capital humain (et surtout spécifique) afin de continuer à être leader sur son territoire. D'autre part, ils soulèvent la question du déploiement du capital humain spécifique notamment la composition des équipes et la mobilité des collaborateurs au niveau du réseau des agences bancaires. Par exemple, les agences bancaires situées dans des zones à forte concurrence pourraient davantage être renforcées par un déploiement de salariés ayant un capital humain spécifique plus élevé. Sur un plan managérial et opérationnel, la mesure du capital humain spécifique que nous avons proposé et testé peut permettre aux banques coopératives (comme éventuellement aux autres banques) d'avancer sur une série d'indicateurs leur permettant de mieux identifier et mesurer les contributions individuelles de leurs collaborateurs. De même, notre mesure peut leur permettre de comprendre pourquoi au sein

d'une même entité certaines agences affichent de meilleurs résultats que d'autres. Enfin, en braquant le projecteur sur le capital humain spécifique, notre travail permet d'enrichir l'appréhension de l'environnement de travail et de la performance au travail des collaborateurs.

Dans la deuxième partie de notre travail doctoral, qui concerne l'analyse des déterminants et des effets des mécanismes d'actionnariat salarié au sein des entreprises cotées françaises, on peut noter également un certain nombre d'apports. Le chapitre 3 de ce travail doctoral se situe aux prémices de l'actionnariat salarié et permet ainsi de mieux saisir en quoi le contexte de gouvernance et de performance est susceptible d'agir sur l'actionnariat salarié. A notre connaissance, il s'agit d'une des premières études empiriques d'envergures menées sur le sujet dans le contexte français. En effet, la littérature s'est principalement concentrée sur les déterminants individuels de la décision d'investissement en actions de l'entreprise, dans une perspective financière de gestion de portefeuille notamment, dans un contexte où l'actionnariat salarié est déjà implanté. Jusqu'à présent, la littérature s'est focalisée sur les facteurs expliquant l'investissement plus ou moins important des salariés en actions de leur entreprise. En revanche, la littérature n'avait pour ainsi dire pas analysé les facteurs concourant notamment à la mise en place puis à la diffusion de l'actionnariat salarié dans l'entreprise. L'apport principal de ce chapitre réside dans le fait qu'il se concentre sur des facteurs méso, liés à la gouvernance notamment et apporte donc un éclairage complémentaire à la littérature existante. Dans ce chapitre nous introduisons également un nouveau déterminant (le niveau de capital humain), qui théoriquement semble évident et justifié mais qui jusqu'à présent n'avait pas été testé empiriquement par rapport à notre question de recherche. Le chapitre 4 quant à lui, contribue à la littérature sur les effets potentiels de l'actionnariat salarié en se focalisant sur les niveaux significatifs d'actionnariat salarié qui constituaient un « angle mort » de la recherche sur ce sujet. Aussi, à l'instar d'un récent article de Balsmeier et al. (2013), nous avons proposé et testé une mesure du « pouvoir » et du rapport

de force potentiel des actionnaires salariés au sein de la structure de capital des entreprises concernées. Nous avons pris également le soin d'inclure la représentation potentielle des actionnaires salariés au sein des organes de gouvernance dans notre analyse qui est susceptible d'amplifier les effets induits (Ginglinger et al. 2011 ; Guedri et Hollants, 2008). Ensuite, notre contribution des travaux de cette deuxième partie est aussi d'ordre méthodologique. Les relations entre les variables de gouvernance et financières sont complexes et l'utilisation de méthodes adéquates permet de mieux cerner les effets. Nous avons eu recours dans le chapitre 3 au modèle économétrique double hurdle qui a permis de répondre à une double interrogation (la mise en place de l'actionnariat salarié et son niveau observé) et de tenir compte du nombre important de zéros dans la variable d'actionnariat salarié. Dans le chapitre 4, l'utilisation d'un modèle en panel dynamique (GMM en deux étapes - Blundell et Bond, 1998) a permis de mieux spécifier la relation et d'écarter le problème récurrent d'endogénéité potentielle et de variables omises entre l'actionnariat salarié et la performance des entreprises (Wintoki et al. 2012). La variété des méthodes économétriques utilisées nous a permis de traiter de la façon la plus pertinente possibles nos différentes questions de recherche.

### **Les limites et les pistes de recherches futures**

Comme tout travail doctoral, nos chapitres comportent évidemment plusieurs limites dont nous devons tenir compte et qui constituent des éléments de réflexion devant être traités dans le prolongement de nos travaux doctoraux.

Tout d'abord, au niveau de la première partie de ce travail doctoral, il faut souligner que la relation entre le capital humain et la performance est complexe et le lien de causalité n'est pas évident à démontrer empiriquement (Riley, Michael, et Mahoney, 2017). Les limites de notre tentative d'étude de la relation capital humain/ performance réside premièrement dans la période d'étude qui ne couvre que deux années, ce qui peut se révéler insuffisant. L'étude de (Crook et al., 2011) a montré que la relation entre le capital humain et la performance est plus

forte et est mieux captée lorsque des données longitudinales sont utilisées. Ensuite, notre mesure de spécificité du capital humain peut comporter un certain nombre de biais liés notamment à la fenêtre courte (entre 2014 et 2016) de l'historique d'emploi des salariés. Ce qui entraîne forcément une perte d'information non négligeable qui réduit la variabilité de la spécificité du capital humain entre les salariés. Aussi, l'historique d'emploi ne tient pas compte de l'expérience des salariés venant d'une autre banque. L'utilisation de la REC comme variable de performance individuelle peut également causer un biais lié au fait que les objectifs fixés pour chaque salarié peuvent être subjectifs ou mal définis car relevant directement du pouvoir discrétionnaire des directeurs commerciaux. La constitution de cette base de données a été tributaire des données mobilisées par notre entreprise d'accueil. En revanche, nous avons pu observer que des données très fines et de grande qualité pouvaient être mobilisées par les chercheurs dans le cadre de projets de recherche potentiels avec des banques par exemples voire d'autres sociétés de services. Multiplier ce type de projets permettrait d'approcher plus finement les variables jouant sur la performance du capital humain spécifique. Pour terminer, notre étude bien que réalisée dans une banque coopérative et mutualiste, n'intègre pas suffisamment la dimension du mode de gouvernance, qui peut être intéressante à relier aux modes de management du capital humain (Mahoney et Kor 2015). En effet, on pourrait se poser la question d'une éventuelle valorisation différente du capital humain entre les banques dites classiques et les banques coopératives sous-entendu que les dernières mettent un accent plus important sur le facteur humain y égard à leur mode de gouvernance. En effet, le CACF se veut être une banque à la fois 100% digitale et 100% humaine pour affronter les nouveaux défis du secteur. Ces limites ouvrent des voies de recherche future à la fois sur l'affinement de notre mesure de capital humain et dans la prise en compte du mode de gouvernance par une étude comparative entre banques dites capitalistes et banques coopératives.

Ensuite, d'autres limites sont à mettre au passif de nos travaux de la deuxième partie de notre travail doctoral. Ces limites constituent des voies de recherche ultérieures. Elles concernent

principalement pour le chapitre 3, la non prise en compte de l'incidence du forfait social dans la mise en place des mécanismes d'actionnariat salarié et la mesure de l'intensité en capital humain (ratio actifs intangibles sur les actifs immobilisés) qui reste approximative et ne permet pas de distinguer le poids respectif du capital humain générique vs le capital humain spécifique. Un tel niveau de granularité permettrait d'affiner l'analyse (via d'éventuels sous-échantillons ou effets modérateurs). Dans le chapitre 4, notre étude ne permet pas de capter les stratégies d'alliances objectives ou subjectives entre actionnaires salariés et dirigeants, ni de capter l'orientation stratégique des différents types d'actionnaires (court terme /long terme). Ces différentes limites ouvrent des perspectives de recherche future, notamment nous entendons ainsi enrichir notre analyse sur l'actionnariat salarié en mobilisant d'autres techniques économétriques telles que les méthodes d'expériences naturelles ou quasi-expériences afin d'affiner les relations observées. Le tableau 17 ci-dessous récapitule les résultats à nos questions de recherche, les limites et les perspectives de recherches offertes.

**Tableau 17 : Synthèse des résultats et pistes de recherches futures**

	<b>Première partie</b> <b>L'implication et la valorisation du capital humain dans le secteur bancaire</b>		<b>Deuxième partie</b> <b>L'implication du capital humain dans la gouvernance et la performance via le mécanisme d'actionnariat salarié</b>	
	<b>Chapitre 1</b>	<b>Chapitre 2</b>	<b>Chapitre 3</b>	<b>Chapitre 4</b>
<b>Question de recherche</b>	Quelles sont les enjeux de l'implication et de la valorisation du capital humain dans les banques et quelle mesure retenir?	Quel est l'impact du capital humain (spécifique) sur la performance et l'avantage concurrentiel des agences bancaires?	Quel est le rôle de l'intensité en capital humain et des facteurs de gouvernance dans la mise en place et dans la progression de l'AS ?	Quel est l'impact d'un actionnariat salarié significatif sur la performance des entreprises ?
<b>Résultats</b>	-Le capital humain est crucial pour les banques. -Les mesures du capital humain dans la littérature sont subjectives et ne permettent pas de capter sa dimension stratégique : le capital humain spécifique	-Le capital humain spécifique améliore la performance individuelle et collective (au niveau des agences bancaires) - Le CH Spécifique permet d'avoir un avantage concurrentiel	- Les entreprises intensives en capital humain avaient une probabilité plus élevée de mettre en place un mécanisme d'actionnariat salarié -L'enracinement des dirigeants renforce le niveau d'AS ainsi qu'une forme de gouvernance de type CA avec P-DG	-L'actionnariat salarié significatif a un impact négatif sur la performance économique des entreprises -Cet impact est renforcé par la présence d'administrateurs salariés dans les instances de gouvernance.
<b>Principales limites</b>		-Période couverte insuffisante : 2 années -Mesure subjective de la performance individuelle	- La non prise en compte de l'incidence du forfait social dans la mise en place des mécanismes d'actionnariat salarié	-Non prise en compte des stratégies d'alliances objectives ou subjectives entre actionnaires salariés et dirigeants

Conclusion générale

		<ul style="list-style-type: none"> <li>-Non prise en compte du processus d'investissement en CH Spécifique au niveau des collaborateurs</li> <li>-Dimension coopérative non suffisamment intégrée dans l'étude</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La mesure de l'intensité en capital humain (ratio actifs intangibles sur les actifs immobilisés) qui reste approximative</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Non prise en compte de l'orientation stratégique des différents types d'actionnaires (court terme /long terme)</li> </ul>
<p><b>Pistes de recherches futures</b></p>	<p>Comparer les enjeux du capital humain au niveau de la banque de détails versus banque de financement et d'investissement</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Mesurer et tester le CH spécifique dans d'autres secteurs (FICH) et d'autres pays</li> <li>-Comparer la valorisation du capital humain entre banques coopératives et mutualistes versus banques capitalistes</li> <li>-Implication du capital humain et enjeux de la responsabilité sociétale des entreprises (RSE)</li> <li>-- Tester le lien entre capital humain spécifique et évaluation ESG (rating RSE)</li> <li>- Tests additionnels sur le lien capital humain spécifique/rating RSE et performance de l'entreprise</li> <li>-Expérimentation contrôlée des choix d'investissement en capital humain spécifique eu niveau des salariés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Prise en compte de l'impact du forfait social dans la mise en place et le niveau d'AS</li> <li>-Combiner les déterminants méso avec les facteurs individuels des actionnaires salariés</li> <li>-Affiner la mesure d'intensité en capital humain : capital humain spécifique</li> <li>-Etude sur un échantillon international</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Etude avec un échantillon international</li> <li>- Prise en compte des stratégies d'alliances objectives ou subjectives entre actionnaires salariés et dirigeants</li> <li>-Utilisation de méthodes d'expériences naturelles ou quasi-expériences ((loi de 2006, loi PACTE par exemple)</li> </ul>

# Liste des figures

Figure 1 : Questions de la recherche doctorale .....	32
Figure 2 : Mécanisme de transformation du capital humain en ressource critique (capital humain spécifique).....	54
Figure 3 : Répartition des embauches par niveau de diplômes en % en 2015 (Observatoire des métiers de la banque) .....	57

# Liste des tableaux

Tableau 1 : Présentation de quelques définitions du capital humain .....	18
Tableau 2: Etudes sur le lien entre pratiques RH et performance des entreprises (tirée de Bernstein et Beferman, 2015).....	23
Tableau 3 : L'architecture de la recherche doctorale .....	35
Tableau 4 : Facteurs à chaque niveau susceptible d'influencer la performance des salariés et des agences bancaires.....	66
Tableau 5 : Statistiques descriptives données.....	68
Tableau 6 : Régressions multiniveaux : Estimation de la performance individuelle .....	71
Tableau 7 : Régressions multiniveaux : Estimation de la performance des agences bancaires .....	73
Tableau 8 : Distribution du pourcentage de capital détenu par les salariés.....	102
Tableau 9 : Définition des variables .....	103
Tableau 10 : Résultats de la régression double hurdle des déterminants de l'actionnariat salarié ....	108
Tableau 11 : Définition des variables.....	131
Tableau 12 : Statistiques descriptives.....	134
Tableau 13 : Distribution du pourcentage de capital détenu par les salariés.....	135
Tableau 14 : Test de différence de moyenne selon la structure d'actionnariat significatif des entreprises .....	136
Tableau 15 : Lien entre actionnariat salariat et performance : estimation panel dynamique (GMM System – Blundell Bond).....	138
Tableau 16: Lien entre actionnariat salarié significatif et performance : le rôle de la présence d'administrateurs salariés dans les instances de gouvernance.....	140
Tableau 17 : Synthèse des résultats et pistes de recherches futures .....	159

# Liste des abréviations

ACRS : Augmentation de capital réservées aux salariés

AS : Actionnariat salarié

CA : Conseil d'administration

CIFRE : Convention Industrielle de Formation par la Recherche

FICH : Firme intensive en capital humain

GAFA: Google, Apple, Facebook et Amazon.

GRH: Gestion stratégique des ressources humaines

GSRH : Gestion stratégique des ressources humaines

KSAO: knowledge, skills, abilities and other characteristics

MTB: Market to book

NTDP: Nouvelle théorie des droits de propriété

OPA : Offre publique d'achat

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique

PACTE : Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises

PDG : Président directeur général

RBV : Resource-Based View

REC: Rémunération extra conventionnelle

ROA: Return on assets

ROE: Return on equity

# Bibliographie

- Abdul Latif Alhassan, & Nicholas Asare. (2016). Intellectual capital and bank productivity in emerging markets: evidence from Ghana. *Management Decision*, 54(3), 589-609.
- Addison, J. T., & Siebert, S. (1979). *The market for labor: an analytical treatment*. Santa Monica, Calif: Goodyear Pub. Co.
- Adler, P. S. (1999). *Market, Hierarchy, and Trust: The Knowledge Economy and the Future of Capitalism* (SSRN Scholarly Paper No. ID 186930). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Aghion, P., Howitt, P., Howitt, P. W., Brant-Collett, M., García-Peñalosa, C., & Aghion, R. C. W. P. of E. P. (1998). *Endogenous Growth Theory*. MIT Press.
- Amit, R., & Schoemaker, P. J. H. (1993). Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal*, 14(1), 33-46.
- Arabmazar, A., & Schmidt, P. (1982). An Investigation of the Robustness of the Tobit Estimator to Non-Normality. *Econometrica*, 50(4), 1055-1063.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arthur, M. B. (1994). The boundaryless career: A new perspective for organizational inquiry. *Journal of Organizational Behavior*, 15(4), 295-306.
- Aubert, N., Garnotel, G., Lapied, A., & Rousseau, P. (2014). Employee ownership: A theoretical and empirical investigation of management entrenchment vs. reward management. *Economic Modelling*, 40, 423-434.
- Aubert, N., Grand, B., Lapied, A., & Rousseau, P. (2009). Is employee ownership so senseless, Abstract. *Finance*, 30(2), 5-29.
- Aubert, N., Kern, A., & Hollandts, X. (2017). Employee stock ownership and the cost of capital. *Research in International Business and Finance*, 41, 67-78.
- Aubert, N., & Rapp, T. (2008). Les Salariés Actionnaires : Pourquoi Investissent-ils dans leur Entreprise ? *Finance Contrôle Stratégie*, 11(4), 87-110.
- Aubert, N., & Rapp, T. (2010). Employee's investment behaviors in a company based savings plan, Abstract. *Finance*, 31(1), 5-32.

- Autenne, A. (2005). *Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié: apports et limites des approches contractualiste, néo-institutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise*. UCL - Université Catholique de Louvain.
- 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.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Barney, J. B., & Wright, P. M. (1998). On becoming a strategic partner: The role of human resources in gaining competitive advantage. *Human Resource Management*, 37(1), 31-46.
- Barro, R. J. (2001). Human Capital and Growth. *The American Economic Review*, 91(2), 12-17.
- Bartel, A. P., Phibbs, C. S., Beaulieu, N., & Stone, P. (2011). *Human Capital and Organizational Performance: Evidence from the Healthcare Sector* (Working Paper No. 17474). National Bureau of Economic Research.
- Beard, D. W., & Dess, G. G. (1981). Corporate-Level Strategy, Business-Level Strategy, and Firm Performance. *The Academy of Management Journal*, 24(4), 663-688.
- Becker, B., & Gerhart, B. (1996). The Impact of Human Resource Management on Organizational Performance: Progress and Prospects. *The Academy of Management Journal*, 39(4), 779-801.
- Becker, Gary S. (1962). Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis. *Journal of Political Economy*, 70(5), 9-49.
- Becker, Gary Stanley. (1964). *Human capital: A theoretical and empirical analysis, with reference to education* (1er ed). New York: National Bureau of Economic Research; distributed by Columbia University Press.
- Belot, F., Ginglinger, E., Slovin, M. B., & Sushka, M. E. (2014). Freedom of choice between unitary and two-tier boards: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 364-385.
- Benartzi, S. (2001). Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock. *The Journal of Finance*, 56(5), 1747-1764.
- Benartzi, S., Thaler, R. H., Utkus, S. P., & Sunstein, C. R. (2007). The Law and Economics of Company Stock in 401(k) Plans. *The Journal of Law and Economics*, 50(1), 45-79.

- Ben-Ner, A., & Jones, D. C. (1995). Employee Participation, Ownership, and Productivity: A Theoretical Framework. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 34(4), 532-554.
- Bergh, D. D. (2001). Executive retention and acquisition outcomes: A test of opposing views on the influence of organizational tenure. *Journal of Management*, 27(5), 603-622.
- Bernstein, A., & Beeferman, L. (2015). *The Materiality of Human Capital to Corporate Financial Performance* (SSRN Scholarly Paper No. ID 2605640). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Besseyre des Horts, C.-H. (1988). *Vers une gestion stratégique des ressources humaines*. Paris, France: Ed. d'Organisation.
- Bessière, V., Gomez-Breyse, M., Messeghem, K., Ramaroson, A., & Sammut, S. (2017). Drivers of growth: the case of French academic spin-off. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 21(4-5), 318-342.
- Bessieux-Ollier, C., Lacroix, M., & Lacroix, E. (2006). Le capital humain : approche comptable versus approche managériale. *Revue Internationale sur le travail et la société*, 4(2), 25-57.
- Blair, M. M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*. Brookings Institute.
- Blair, M. M. (2003). *Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm* (SSRN Scholarly Paper No. ID 167848). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Blair, M. M., & Kochan, T. A. (2002). *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*. Brookings Institution Press.
- Blair, M. M., Kruse, D. L., & Blasi, J. (2000). *Employee Ownership: An Unstable Form or a Stabilizing Force?* (SSRN Scholarly Paper No. ID 142146). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Blair, M. M., & Stout, L. A. (1999). A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review*, 85(2), 247-328.
- Blair, M. M., & Wallman, S. M. H. (2000). *Unseen Wealth: Report of the Brookings Task Force on Intangibles*. Brookings Institution Press.
- Bloom, M., & Milkovich, G. T. (1998). Relationships among Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance. *The Academy of Management Journal*, 41(3), 283-297.
- Boeker, W. (1997). Executive Migration and Strategic Change: The Effect of Top Manager Movement on Product-Market Entry. *Administrative Science Quarterly*, 42(2), 213-236.

- Bova, F., Dou, Y., & Hope, O.-K. (2015). Employee Ownership and Firm Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 639-673.
- Bova, F., Kolev, K. S., Thomas, J. K., & Zhang, F. (2014). Non-Executive Employee Ownership and Corporate Risk.
- Brown, S., Fakhfakh, F., & Sessions, J. G. (1999). Absenteeism and Employee Sharing: An Empirical Analysis Based on French Panel Data, 1981-1991. *Industrial & Labor Relations Review*, 52(2), 234-251.
- Bryan, S., Hwang, L., & Lilien, S. (2000). CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants. *The Journal of Business*, 73(4), 661-693.
- Bryan, S., Nash, R., & Patel, A. (2006). Can the agency costs of debt and equity explain the changes in executive compensation during the 1990s? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 516-535.
- Buchko, A. A. (1992). Employee Ownership, Attitudes, and Turnover: An Empirical Assessment. *Human Relations*, 45(7), 711-733.
- Buchko, A. A. (1993). The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: An Integrated Causal Model and Path Analysis\*. *Journal of Management Studies*, 30(4), 633-657.
- Burton-Jones, A., & Spender, J.-C. (2011). *The Oxford Handbook of Human Capital*. Oxford University Press.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2010). *Microeconometrics Using Stata, Revised Edition*. StataCorp LP.
- Campbell, Benjamin A., Coff, R., & Kryscynski, D. (2012). Rethinking Sustained Competitive Advantage from Human Capital. *Academy of Management Review*, 37(3), 376-395.
- Campbell, Benjamin Aaron, Saxton, B. M., & Banerjee, P. M. (2014). Resetting the Shot Clock The Effect of Comobility on Human Capital. *Journal of Management*, 40(2), 531-556.
- Campbell, J. Y. (2006). Household Finance. *The Journal of Finance*, 61(4), 1553-1604.
- Cappelli, P. (2000). A Market-Driven Approach to Retaining Talent. *Harvard Business Review*, 78(1), 103-111.
- Carpenter, M. A., Sanders, W. G., & Gregersen, H. B. (2001). Bundling Human Capital with Organizational Context: The Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and Ceo Pay. *Academy of Management Journal*, 44(3), 493-511.

- Cézanne, C., Krafft, J., & Saglietto, L. (2018). A SURVEY OF THE LITERATURE ON HUMAN CAPITAL-INTENSIVE FIRMS. *Journal of Economic Surveys*.
- Cezanne, C., & Saglietto, L. (2014). Human Capital-Intensive Firms and Symbolic Value Creation. *Timisoara Journal of Economics and Business*, 7(1), 70-88.
- Cézanne-Sintès, C. (2008a). *Capital humain spécifique, gouvernance et performance de l'entreprise : approche par la théorie de la firme et étude empirique du cas français*. Faculté de droit, des sciences politiques, économiques et de gestion, Valbonne.
- Cézanne-Sintès, C. (2008b). Modern corporate changes: reinstating the link between the nature, boundaries and governance of the firm. *International Review of Applied Economics*, 22(4), 447-461.
- Chadwick, C. (2015). Toward a More Comprehensive Model of Firms' Human Capital Rents. *Academy of Management Review*, 42(3), 499-519.
- Chadwick, C., & Dabu, A. (2008). Human Resources, Human Resource Management, and the Competitive Advantage of Firms: Toward a More Comprehensive Model of Causal Linkages. *Organization Science*, 20(1), 253-272.
- Chahal, H., & Bakshi, P. (2016). Measurement of Intellectual Capital in the Indian Banking Sector. *Vikalpa*, 41(1), 61-73.
- Chamak, A., & Fromage, C. (2006). *Le capital humain*. Wolters Kluwer France.
- Chaplinsky, S., & Niehaus, G. (1994). The Role of ESOPs in Takeover Contests. *The Journal of Finance*, 49(4), 1451-1470.
- Charreaux, G. (1991). Structure de propriété, relation d'agence et performance financière. *Revue économique*, 42(3), 521-552.
- Chassagnon, V., & Hollandts, X. (2014). Who are the owners of the firm: shareholders, employees or no one? *Journal of Institutional Economics*, 10(1), 47-69.
- Chen, Y.-R., & Lee, B. S. (2010). A dynamic analysis of executive stock options: Determinants and consequences. *Journal of Corporate Finance*, 16(1), 88-103.
- Chi, T. (1994). Trading in strategic resources: Necessary conditions, transaction cost problems, and choice of exchange structure. *Strategic Management Journal*, 15(4), 271-290.
- Chillemi, O., & Gui, B. (1997). Team Human Capital and Worker Mobility. *Journal of Labor Economics*, 15(4), 567-585.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.

- Coff, R., & Raffiee, J. (2015). Toward a Theory of Perceived Firm-Specific Human Capital. *The Academy of Management Perspectives*, 29(3), 326-341.
- Coff, Russel W. (1999). How Control In Human-Asset-Intensive Firms Differs From Physical-Asset-Intensive Firms:... *Journal of Managerial Issues*, 11(4), 389.
- Coff, Russell W. (1997, avril). Human Assets and Management Dilemmas: Coping with Hazards on the Road to Resource-Based Theory. *Academy of Management Review*, p. 374-402.
- Coff, Russell W. (1999). When Competitive Advantage Doesn't Lead to Performance: The Resource-Based View and Stakeholder Bargaining Power. *Organization Science*, 10(2), 119-133.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2014). Co-opted Boards. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1751-1796.
- Core, J. E., & Guay, W. R. (2001). Stock option plans for non-executive employees. *Journal of Financial Economics*, 61(2), 253-287.
- Coriat, B., & Weinstein, O. (2010). Les théories de la firme entre « contrats » et « compétences ». Une revue critique des développements contemporains. *Revue d'économie industrielle*, (129-130), 57-86.
- Cragg, J. G. (1971). Some Statistical Models for Limited Dependent Variables with Application to the Demand for Durable Goods. *Econometrica*, 39(5), 829-844.
- Craswell, A. T., Taylor, S. L., & Saywell, R. A. (1997). Ownership structure and corporate performance: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(3), 301-323.
- Crocker, A., & Eckardt, R. (2014). A Multilevel Investigation of Individual- and Unit-Level Human Capital Complementarities. *Journal of Management*, 40(2), 509-530.
- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., & Vlachos, J. (2009). Do Entrenched Managers Pay Their Workers More? *The Journal of Finance*, 64(1), 309-339.
- Crook, T. R., Todd, S. Y., Combs, J. G., Woehr, D. J., & Ketchen Jr., D. J. (2011). Does Human Capital Matter? A Meta-Analysis of the Relationship Between Human Capital and Firm Performance. *Journal of Applied Psychology*, 96(3), 443-456.
- D'Aveni, R. A., Dagnino, G. B., & Smith, K. G. (2010). The age of temporary advantage. *Strategic Management Journal*, 31(13), 1371-1385.
- Davenport, T. O. (1999). *Human capital: what it is and why people invest it*. Jossey-Bass.

- De La Villarmois, O. (1999). Evaluer la performance des réseaux bancaires : La méthode DEA. *Décisions Marketing*, (16), 39-51.
- de Saá-Pérez, P., & García-Falcón, J. M. (2002). A resource-based view of human resource management and organizational capabilities development. *International Journal of Human Resource Management*, 13(1), 123-140.
- Delery, J. E., & Doty, D. H. (1996). Modes of Theorizing in Strategic Human Resource Management: Tests of Universalistic, Contingency, and Configurational Performance Predictions. *The Academy of Management Journal*, 39(4), 802-835.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance.
- Desbrières, P. (1997). Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise. In *Le gouvernement des entreprises: corporate governance, théories et faits* (Impr. Jouve). Charreaux Gérard.
- Desbrières, P. (2002). Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion*, no 141(5), 255-281.
- Deville, A., & Leleu, H. (2012). De nouvelles mesures pour comparer la performance opérationnelle et financière des agences bancaires,. *Comptabilité - Contrôle - Audit*, Tome 16(2), 97-126.
- Dong, D., & Kaiser, H. M. (2008). Studying household purchasing and nonpurchasing behaviour for a frequently consumed commodity: two models. *Applied Economics*, 40(15), 1941-1951.
- Dutta, S., Narasimhan, O., & Rajiv, S. (2005). Conceptualizing and measuring capabilities: methodology and empirical application. *Strategic Management Journal*, 26(3), 277-285.
- Dyer, L., & Reeves, T. (1995). Human resource strategies and firm performance: what do we know and where do we need to go? *The International Journal of Human Resource Management*, 6(3), 656-670.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Engel, C., & Moffatt, P. (2014a). dhreg, xtdhreg, and bootdhreg: Commands to implement double-hurdle regression. *The Stata Journal*, 14(4), 778-797.
- Engel, C., & Moffatt, P. G. (2014b). dhreg, xtdhreg, and bootdhreg: Commands to implement double-hurdle regression. *Stata Journal*, 14(4), 778-797.
- Faleye, O., Mehrotra, V., & Morck, R. (2006). When Labor Has a Voice in Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(03), 489-510.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 327-349.
- Farr, W. (1853). The Income and Property Tax. *Journal of the Statistical Society of London*, 16(1), 1-44.
- FEAS, Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié (2015). Recensement annuel de l'actionnariat salarié dans les pays européens 2014. *FEAS*
- Ferrary, M. (2009). Les ressources humaines à risque dans le secteur bancaire. Une application de la gestion des risques opérationnels. *Gestion 2000*.
- Ferrary, M. (2010). Compétitivité de la firme et management stratégique des ressources humaines. *Revue d'économie industrielle*, (132), 127-154.
- Ferrary, M. (2014). *Management des ressources humaines: Marché du travail et acteurs stratégiques*. Dunod.
- Ferrero, M. C. A., Bessière, V., & Stéphany, E. (2017). Luigi Zingales - Une vision partenariale, politique et sociale de la gouvernance. In *Les grands auteurs en finance* (2e édition, p. 555). Éditions EMS.
- Festing, M., Groening, Y., Kabst, R., & Weber, W. (1999). Financial Participation in Europe- Determinants and Outcomes. *Economic and Industrial Democracy*, 20(2), 295-329.
- Fitz-enz, J. (2000). *Roi of Human Capital: Measuring the Economic Value of Employee Performance*. AMACOM Div American Mgmt Assn.
- Foray, D. (2010). *L'économie de la connaissance*. LA DECOUVERTE.
- Frank, D. H., & Obloj, T. (2014). Firm-specific human capital, organizational incentives, and agency costs: Evidence from retail banking. *Strategic Management Journal*, 35(9), 1279-1301.
- French, J. L. (1987). Employee Perspective on Stock Ownership: Financial Investment or Mechanism of Control. *Academy of Management Review*, 12(3), 427-435.
- Fuente, A., Ciccone, A., & Relations and Social Affairs European Commission. Directorate-General for Employment, I. (2003). Le Capital humain dans une économie mondiale fondée sur la connaissance: rapport final.
- Gamble, J. E. (2000). Management commitment to innovation and esop stock concentration. *Journal of Business Venturing*, 15(5-6), 433-447.
- Garrouste, P., & Saussier, S. (2004). Looking for a theory of the firm: future challenges. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 58(2), 178-199.

- Gates, B. (1998). *Bill Gates Speaks: Insight from the World's Greatest Entrepreneur*. John Wiley & Sons.
- Ghosh, S. K., & Maji, S. G. (2014). The Impact of Intellectual Capital on Bank Risk: Evidence from Indian Banking Sector. *IUP Journal of Financial Risk Management*, 11(3), 18-38.
- Gibbons, R., & Waldman, M. (2004). Task-Specific Human Capital. *The American Economic Review*, 94(2), 203-207.
- Ginglinger, E., Megginson, W., & Waxin, T. (2011). Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868-887.
- Gomez, P.-Y. (2003). Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 6(4), 183-208.
- Gomez, P.-Y., & Hollandts, X. (2015). La représentation des salariés aux conseils d'administration: enjeux, obstacles et préconisations. *Revue de droit du travail*, (7-8), 451-457.
- Gordon, L. A., & Pound, J. (1990). ESOPs and corporate control. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 525-555.
- Grant, R. M. (1996). Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, 17(S2), 109-122.
- Greene, W. H. (2007). *Functional Form and Heterogeneity in Models for Count Data* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1281922). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- 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.
- Guéry, J.-C. (2011). Valorisation du capital humain dans la banque. *Revue d'économie financière*, 104(4), 195-208.
- Guery, L., & Pendleton, A. (2016). Do investments in human capital lead to employee share ownership? Evidence from French establishments. *Economic & Industrial Democracy*, 37(3), 567-591.
- Guillard, A., & Roussel, J. (2010). Le capital humain en gestion des ressources humaines : éclairages sur le succès d'un concept. *Management & Avenir*, 31(1), 160-181.
- Harding, D., Harris, K., & Mankins, M. (2018). La stratégie de l'ère du capital surabondant. *Harvard Business Review*.

- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Clarendon Press.
- Hatch, N. W., & Dyer, J. H. (2004). Human capital and learning as a source of sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1155-1178.
- Heracleous, L., & Lan, L. L. (2012). Agency Theory, Institutional Sensitivity, and Inductive Reasoning: Towards a Legal Perspective. *Journal of Management Studies*, 49(1), 223-239.
- Hitt, M. A., Biermant, L., Shimizu, K., & Kochhar, R. (2001). Direct and Moderating Effects of Human Capital on Strategy and Performance in Professional Service Firms: A Resource-Based Perspective. *Academy of Management Journal*, 44(1), 13-28.
- Hollandts, X. (2013). Droits de propriété et nature de la firme : une évaluation critique de l'apport du courant Law and Economics à une théorisation du gouvernement d'entreprise.
- Hollandts, X., & Aubert, N. (2011). La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : un état des lieux. *Gestion 2000, Volume 28(6)*, 15-26.
- Hollandts, X., Borodak, D., & Tichit, A. (2015). Plus autonome? L'évolution des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises (1997-2008). *More autonomous? The evolution of corporate governance structure of French listed firms (1997-2008)*, 19(3), 47-64.
- Hollandts, X., & Guedri, Z. (2008). Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise. *Revue française de gestion, n° 183(3)*, 35-50.
- Hollandts, X., Guedri, Z., & Aubert, N. (2011). Les déterminants de la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance. *Management international*, 15(4), 69-82.
- Hollandts, X., & Valiorgue, B. (2018). *La gouvernance de médiation comme réponse aux impasses conceptuelles et pratiques de la gouvernance actionnariale*. In Les Grands Courants en Management Stratégique, Liarte S., Germain O., (eds), EMS, Paris
- Hölmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Hubrecht, A., & Guerra, F. (2005). Mesure De La Performance Globale Des Agences Bancaires : Une Application De La Méthode DEA. *halshs.archives-ouvertes*
- Huselid, M. A. (1995). The Impact Of Human Resource Management Practices On Turnover, Productivity, And Corporate Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 38(3), 635-672.

- Ittner, C. D., Lambert, R. A., & Larcker, D. F. (2003). The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms. *Journal of Accounting and Economics*, 34(1-3), 89-127.
- Jeffrey Heinfeldt, R. C. (1997). Employee Management Strategy, Stakeholder-Agency Theory and the Value of the Firm. *Journal of Financial and Strategic Decision Making*, 10(1), 67-75.
- 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.
- 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.
- Jones, D. C., Kalmi, P., & Mäkinen, M. (2006). The Determinants of Stock Option Compensation: Evidence from Finland. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 45(3), 437-468.
- Jones, D. C., & Kato, T. (1995). The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data. *The American Economic Review*, 85(3), 391-414.
- Kaarsemaker, E., Pendleton, A., & Poutsma, E. (2010). Employee Share Ownership. In *The Oxford Handbook of Participation in Organizations*.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2004). Measuring the strategic readiness of intangible assets. *Harvard Business Review*, 82(2), 52-63, 121.
- Kiker, B. F. (1966). The Historical Roots of the Concept of Human Capital. *Journal of Political Economy*, 74(5), 481-499.
- Kim, E. H., & Ouimet, P. (2014). Broad-Based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes. *The Journal of Finance*, 69(3), 1273-1319.
- 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.
- Klein, K. J. (1987). Employee stock ownership and employee attitudes: A test of three models. *Journal of Applied Psychology*, 72(2), 319-332.
- Koch, M. J., & McGrath, R. G. (1996). Improving Labor Productivity: Human Resource Management Policies Do Matter. *Strategic Management Journal*, 17(5), 335-354.

- Kor, Y. Y., & Leblebici, H. (2005). How do interdependences among human-capital deployment, development, and diversification strategies affect firms' financial performance? *Strategic Management Journal*, 26(10), 967-985.
- Kor, Y. Y., & Mahoney, J. T. (2005). How dynamics, management, and governance of resource deployments influence firm-level performance. *Strategic Management Journal*, 26(5), 489-496.
- Krause, R. (2017). Being the CEO's boss: An examination of board chair orientations. *Strategic Management Journal*, 38(3), 697-713.
- Kruse, D. L. (1996). Why Do Firms Adopt Profit-Sharing and Employee Ownership Plans? *British Journal of Industrial Relations*, 34(4), 515-538.
- Kruse D. L. (2002), Research evidence on prevalence and effects of employee ownership. Testimony for the Subcommittee on Employer-Employee Relations, Committee on Education and the Workforce, *US House of Representatives*, February 13
- Kruse, D. L., Blasi, J. R., & Freeman, R. B. (2012). *Does Linking Worker Pay to Firm Performance Help the Best Firms Do Even Better?* (Working Paper No. 17745). National Bureau of Economic Research.
- Kruse, D. L., Freeman, R. B., & Blasi, J. R. (2010). *Shared Capitalism at Work: Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and Broad-Based Stock Options*. University of Chicago Press.
- Kwon, DAE-BONG. (2009). HUMAN CAPITAL AND ITS MEASUREMENT. Présenté à The 3rd OECD World Forum on "Statistics, Knowledge and Policy" Charting Progress, Building Visions, Improving Life Busan, Korea - 27-30 October 2009.
- Lado, A. A., & Wilson, M. C. (1994). Human Resource Systems and Sustained Competitive Advantage: A Competency-Based Perspective. *The Academy of Management Review*, 19(4), 699-727.
- Lambert, J., Bessière, V., & N'Goala, G. (2012). Does expertise influence the impact of overconfidence on judgment, valuation and investment decision? *Journal of Economic Psychology*, 33(6).
- Lan, L. L., & Heracleous, L. (2010). RETHINKING AGENCY THEORY: THE VIEW FROM LAW. *The Academy of Management Review*, 35(2), 294-314.
- Lazear, E. P. (2009). Firm-Specific Human Capital: A Skill-Weights Approach. *Journal of Political Economy*, 117(5), 914-940.

- Lazonick, W. (2007). The US stock market and the governance of innovative enterprise. *Industrial and Corporate Change*, 16(6), 983-1035.
- Lazonick, W. (2014). Innovative enterprise and shareholder value. *Law and Financial Markets Review*, 8(1), 52-64.
- Lenne, J., Mitchell, R., & Ramsay, I. (2006). Employee Share Ownership Schemes in Australia: A Survey of Key Issues and Themes. *International Journal of Employment Studies*, 14(1), 1.
- Levinthal, D. (1988). A survey of agency models of organizations. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 9(2), 153-185.
- Lhomme, G., & Robert de Massy, O. (2011). La formation : un investissement nécessaire pour le capital humain des banques. *Revue d'économie financière*, 104(4), 179-194.
- Liebeskind, J. P. (2000). Ownership, Incentives, and control in New Biotechnology Firms. In *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation* (Brooking Institution Press, p. 299-333). Washington D.C: Margaret M. Blair;
- Liebeskind, J. P. (2014). Knowledge, strategy, and the theory of the firm. *Strategic Management Journal*, 17(S2), 93-107.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328.
- Livingston, D. T., & Henry, J. B. (1980). The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits. *Journal of Risk & Insurance*, 47(3), 491-505.
- Loris Guery. (2015). Why do firms adopt employee share ownership? Bundling ESO and direct involvement for developing human capital investments. *Employee Relations*, 37(3), 296-313.
- Lucas, R. J. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- Macduffie, J. P. (1995). Human Resource Bundles and Manufacturing Performance: Organizational Logic and Flexible Production Systems in the World Auto Industry. *ILR Review*, 48(2), 197-221.
- Mahoney, J. T., & Kor, Y. Y. (2015). Advancing the Human Capital Perspective on Value Creation by Joining Capabilities and Governance Approaches. *The Academy of Management Perspectives*, 29(3), 296-308.

- Mahoney, J. T., & Pandian, J. R. (1992). The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic Management Journal*, 13(5), 363-380.
- Mankins, M., Harris, K., & Harding, D. (2017, mars 1). Strategy in the Age of Superabundant Capital.
- Mankiw, N. G., Romer, D., & Weil, D. N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(2), 407-437.
- Mard, Y., Marsat, S., & Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, (17-4).
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.
- Markowitz, H. M., Blasi, J. R., & Kruse, D. L. (2010). Employee stock ownership and diversification. *Annals of Operations Research*, 176(1), 95-107.
- Mauri, A. J., & Michaels, M. P. (1998). Firm and industry effects within strategic management: an empirical examination. *Strategic Management Journal*, 19(3), 211-219.
- Meles, A., Porzio, C., Sampagnaro, G., & Verdoliva, V. (2016). The impact of the intellectual capital efficiency on commercial banks performance: Evidence from the US. *Journal of Multinational Financial Management*, 36, 64-74.
- Méreaux, J.-P., Feige, J., & Mbengue, A. (2012). Evaluation comptable du capital humain : Enjeux, pratiques et modalités. *Humanisme et Entreprise*, 310(5), 41-56.
- Meulbroek, L. (2005). Company Stock in Pension Plans: How Costly Is It? *The Journal of Law & Economics*, 48(2), 443-474.
- Mincer, J. (1974). Schooling, Experience, and Earnings. *Human Behavior & Social Institutions* No. 2.
- Mincer, J. (1996). Economic Development, Growth of Human Capital, and the Dynamics of the Wage Structure. *Journal of Economic Growth*, 1(1), 29-48.
- Molloy, J. C., & Barney, J. B. (2015). Who Captures the Value Created with Human Capital? A Market-Based View. *The Academy of Management Perspectives*, 29(3), 309-325.
- Myers, S. C. (1999). Financial architecture. *European Financial Management*, 5(2), 133-141.
- National Center for Employee Ownership (NCEO) (2014) Data available on [http://www.nceo.org/library/eo\\_stat.html](http://www.nceo.org/library/eo_stat.html).
- Ng, T. W. H., & Feldman, D. C. (2010). Organizational Tenure and Job Performance. *Journal of Management*, 36(5), 1220-1250.

- Nyberg, A. J., & Wright, P. M. (2015). 50 Years of Human Capital Research: Assessing What We Know, Exploring Where We Go. *The Academy of Management Perspectives*, 29(3), 287-295.
- 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.
- OCDE. (1998). *L'investissement dans le capital humain: Une comparaison internationale* (Éditions OCDE). Paris.
- OCDE. (2001). *Du bien-être des nations Le rôle du capital humain et social: Le rôle du capital humain et social*. OECD Publishing.
- Orlando C. Richard, N. B. J. (2001). Strategic human resource management effectiveness and firm performance. *International Journal of Human Resource Management*, 12(2), 299-310.
- Osterloh, M., & Frey, B. S. (2006). *Shareholders Should Welcome Knowledge Workers as Directors* (SSRN Scholarly Paper No. ID 900344). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). Managers, Workers, and Corporate Control. *The Journal of Finance*, 60(2), 841-868.
- Park, S., & Song, M. H. (1995). Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, 24(4), 52-65.
- Pek Chen Goh. (2005). Intellectual capital performance of commercial banks in Malaysia. *Journal of Intellectual Capital*, 6(3), 385-396.
- Pennings, J. M., Lee, K., & Witteloostuijn, A. van. (1998). Human Capital, Social Capital, and Firm Dissolution. *The Academy of Management Journal*, 41(4), 425-440.
- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.
- Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*.
- Pfeffer, J. (1994). *Competitive Advantage Through People: Unleashing the Power of the Work Force*. Harvard Business School Press.
- Pfeffer, J. (2005). Producing sustainable competitive advantage through the effective management of people. *Academy of Management Executive*, 19(4), 95-106.
- Pierce, J. L., Rubinfeld, S. A., & Morgan, S. (1991). Employee Ownership: A Conceptual Model of Process and Effects. *Academy of Management Review*, 16(1), 121-144.

- Pil, F. K., & Leana, C. (2009). Applying Organizational Research to Public School Reform: The Effects of Teacher Human and Social Capital on Student Performance. *Academy of Management Journal*, 52(6), 1101-1124.
- Plihon, D. (1995). L'évolution de l'intermediation bancaire. *Bulletin de la Banque de France*, (21), 131-159.
- Ployhart, R. E. (2015). Strategic Organizational Behavior (STROBE): The Missing Voice in the Strategic Human Capital Conversation. *The Academy of Management Perspectives*, 29(3), 342-356.
- Ployhart, R. E., Iddekinge, C. H. V., & MacKenzie, W. I. (2011). Acquiring and Developing Human Capital in Service Contexts: The Interconnectedness of Human Capital Resources. *Academy of Management Journal*, 54(2), 353-368.
- Ployhart, R. E., & Moliterno, T. P. (2011). Emergence of the Human Capital Resource: A Multilevel Model. *Academy of Management Review*, 36(1), 127-150.
- Ployhart, R. E., Nyberg, A. J., Reilly, G., & Maltarich, M. A. (2014). Human Capital Is Dead; Long Live Human Capital Resources! *Journal of Management*, 40(2), 371-398.
- Poletaev, M., & Robinson, C. (2008a). Human Capital Specificity: Evidence from the Dictionary of Occupational Titles and Displaced Worker Surveys, 1984-2000. *Journal of Labor Economics*, 26(3), 387-420.
- Poletaev, M., & Robinson, C. (2008b). Human Capital Specificity: Evidence from the Dictionary of Occupational Titles and Displaced Worker Surveys, 1984-2000. *Journal of Labor Economics*, 26(3), 387-420.
- Poulain-Rehm, T. (2007). L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? *Bankers, Markets & Investors*, (88).
- Pulic, A. (2000). VAICTM – an accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*, 20(5-8), 702-714.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Power in a Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 387-432.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). *The Governance of the New Enterprise* (Working Paper No. 7958). National Bureau of Economic Research.
- Ramaswamy, K. (2003). Company Stock and Pension Plan Diversification. In *The Pension Challenge: Risk Transfers and Retirement Income Security* (Oxford University Press). Olivia S. Mitchell; Kent Smetters.

- Rapp, T., & Aubert, N. (2011). Bank Employee Incentives and Stock Purchase Plans Participation. *Journal of Financial Services Research*, 40(3), 185-203.
- Raudenbush, S. W., & Bryk, A. S. (2002). *Hierarchical Linear Models: Applications and Data Analysis Methods*. SAGE.
- Rauh, J. D. (2006). Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense? *Journal of Financial Economics*, 81(2), 379-410.
- Reed, K. K., Srinivasan, N., & Doty, D. H. (2009). Adapting Human and Social Capital to Impact Performance: Some Empirical Findings from the U.S. Personal Banking Sector. *Journal of Managerial Issues*, 21(1), 36-57.
- Richard, O. C., & Johnson, N. B. (2001). Strategic human resource management effectiveness and firm performance. *The International Journal of Human Resource Management*, 12(2), 299-310.
- Riley, S. M., Michael, S. C., & Mahoney, J. T. (2017). Human capital matters: Market valuation of firm investments in training and the role of complementary assets. *Strategic Management Journal*, 38(9), 1895-1914.
- Robinson, A. M., & Wilson, N. (2006). Employee Financial Participation and Productivity: An Empirical Reappraisal. *British Journal of Industrial Relations*, 44(1), 31-50.
- Robinson, A. M., & Zhang, H. (2005). Employee Share Ownership: Safeguarding Investments in Human Capital. *British Journal of Industrial Relations*, 43(3), 469-488.
- Romer, P. M. (1989). *Human Capital And Growth: Theory and Evidence* (Working Paper No. 3173). National Bureau of Economic Research.
- Rose, C. (2005). The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance.
- Rosen, C. M., Klein, K. J., & Young, K. M. (1986). *Employee ownership in America: The equity solution* (Vol. x). Lexington, MA, England: Lexington Books/D. C. Heath and Com.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Rumelt, R. P., & Lamb, R. (1984). Competitive strategic management. *Toward a Strategic Theory of the Firm*, 556-570.
- Sahut, J.-M., & Gharbi, H. O. (2011). Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms.

- Schmidt, F. L., Hunter, J. E., & Outerbridge, A. N. (1986). Impact of job experience and ability on job knowledge, work sample performance, and supervisory ratings of job performance. *Journal of Applied Psychology*, 71(3), 432-439.
- Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, & Shevlin. (2002). *Taxes and Business Strategy* (Prentice-Hall, Vol. 2nd edition). Englewood Cliffs, NJ.
- Schultz, T. W. (1961). Investment in Human Capital. *The American Economic Review*, 51(1), 1-17.
- Segrestin, B., & Hatchuel, A. (2011a). Autorité de gestion et avaries communes: pour un complément du droit de l'entreprise? *Finance Contrôle Stratégie*, 14(2), 9-36.
- Segrestin, B., & Hatchuel, A. (2011b). Beyond Agency Theory, a Post-crisis View of Corporate Law. *British Journal of Management*, 22(3), 484-499.
- Segrestin, B., & Hatchuel, A. (2012). *Refonder l'entreprise*. Seuil.
- Segrestin, B., & Roger, B. (2014). *L'Entreprise: Point aveugle du savoir*. Sciences Humaines.
- Semadeni, M., Withers, M. C., & Trevis Certo, S. (2014). The perils of endogeneity and instrumental variables in strategy research: Understanding through simulations. *Strategic Management Journal*, 35(7), 1070-1079.
- Skaggs, B. C., & Youndt, M. (2004). Strategic positioning, human capital, and performance in service organizations: a customer interaction approach. *Strategic Management Journal*, 25(1), 85-99.
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Chicago: University of Chicago Press.
- Smith, K. G., Collins, C. J., & Clark, K. D. (2005). Existing Knowledge, Knowledge Creation Capability, and the Rate of New Product Introduction in High-Technology Firms. *The Academy of Management Journal*, 48(2), 346-357.
- Smolnik, S., Kremer, S., & Kolbe, L. (2005). Continuum of Context Explication: Knowledge Discovery Through Process-Oriented Portals. *International Journal of Knowledge Management (IJKM)*, 1(1), 27-46.
- Sraer, D. A., & Thesmar, D. (2006). *Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market* (SSRN Scholarly Paper No. ID 925415). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Sturman, M. C. (2003). Searching for the Inverted U-Shaped Relationship Between Time and Performance: Meta-Analyses of the Experience/Performance, Tenure/Performance, and Age/Performance Relationships. *Journal of Management*, 29(5), 609-640.

- Teece, D. J. (1986). Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy. *Research Policy*, 15(6), 285-305.
- Teixeira, A. (2002). *On the Link between Human Capital and Firm Performance. A Theoretical and Empirical Survey* (FEP Working Papers No. 121). Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Tobin, J. (1958). Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. *Econometrica*, 26(1), 24-36.
- Toe, S. D., Hollandts, X., & Valiorgue, B. (2017). La « face cachée » de l'actionnariat salarié : Etude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014). *Finance Contrôle Stratégie*, (20-1).
- Topel, R. (1990). Specific capital and unemployment: Measuring the costs and consequences of job loss. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 33, 181-214.
- Trébucq, S. (2002). L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250:un outil de création de valeur ? *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 5(4), 107-135.
- Trébucq, S. (2006). Capital humain et comptabilité sociétale : le cas de l'information volontaire des entreprises françaises du SBF120, Human capital and corporate social accounting: evidence from the voluntary disclosures of french listed companies in the SBF120 index. *Comptabilité - Contrôle - Audit, Tome 12*(1), 103-124.
- Ulrich, D. (1997). HR of the future: Conclusions and observations. *Human Resource Management*, 36(1), 175-179.
- Uppal, N. (2017). Uncovering curvilinearity in the organizational tenure-job performance relationship: A moderated mediation model of continuance commitment and motivational job characteristics. *Personnel Review*, 46(8), 1552-1570.
- Uzunidis, D. (2007). De la méthode de recherche économique, On Method of economic research. *Marché et organisations*, (5), 101-106.
- Veldman, J., & Willmott, H. (2017). Social ontology and the modern corporation. *Cambridge Journal of Economics*, 41(5), 1489-1504.
- Wang, H. C., & Barney, J. B. (2006). Employee Incentives to Make Firm-Specific Investments: Implications for Resource-Based Theories of Corporate Diversification. *Academy of Management Review*, 31(2), 466-476.

- 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.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Williamson, O. E. (1991). Economic Institutions: Spontaneous and Intentional Governance. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 7, 159-187.
- Wilson, N., & Peel, M. J. (1991). The Impact on Absenteeism and Quits of Profit-Sharing and Other Forms of Employee Participation. *Industrial & Labor Relations Review*, 44(3), 454-468.
- 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.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.
- Wright, P. M., Coff, R., & Moliterno, T. P. (2014). Strategic Human Capital Crossing the Great Divide. *Journal of Management*, 40(2), 353-370.
- Wright, P. M., & McMahan, G. C. (2011). Exploring human capital: putting 'human' back into strategic human resource management. *Human Resource Management Journal*, 21(2), 93-104.
- Youndt, M. A., & Snell, S. A. (2004). Human Resource Configurations, Intellectual Capital, and Organizational Performance. *Journal of Managerial Issues*, 16(3), 337-360.
- Zaima, J. K., & Ivanov, S. I. (2011). Analysis of the effects of ESOP adoption on the company cost of capital. *Managerial Finance*, 37(2), 173-188. h
- Zeithaml, V. A., Parasuraman, A., & Berry, L. L. (1985). Problems and Strategies in Services Marketing. *Journal of Marketing*, 49(2), 33-46.