



HAL
open science

Actionnariat salarié, gouvernance et performance de l'entreprise : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté

Nicolas Aubert, Virgile Chassagnon, Xavier Hollandts

► To cite this version:

Nicolas Aubert, Virgile Chassagnon, Xavier Hollandts. Actionnariat salarié, gouvernance et performance de l'entreprise : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté. *Revue d'économie industrielle*, 2016, 154 (2), 10.4000/rei.6365 . halshs-01372445

HAL Id: halshs-01372445

<https://shs.hal.science/halshs-01372445v1>

Submitted on 23 Apr 2019

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.

Actionnariat salarié, gouvernance et performance de l'entreprise : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté¹

Nicolas Aubert²
Virgile Chassagnon³
Xavier Hollandts⁴

Résumé: Dans nos économies de marché fondées sur la connaissance, le capital humain et les employés qui le recèlent sont au cœur de la création des avantages compétitifs des firmes. Fort de ce constat, d'aucuns évoquent de plus en plus le rôle bénéfique que peuvent jouer les salariés dans la gouvernance de l'entreprise moderne à travers leur participation potentielle au capital de l'entreprise. Pour autant, la relation entre l'actionnariat salarié et la performance n'est pas clairement établie par la littérature académique. Cette contribution se situe dans ce débat ambiant en testant l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance économique des entreprises. Pour ce faire, notre attention portera tout particulièrement sur l'actionnariat salarié comme instrument institutionnel de gouvernance d'entreprise. Nous étudions plus précisément la relation entre l'actionnariat salarié et la performance économique sur 900 filiales d'un groupe coté français (appartenant au CAC40) sur une période de cinq ans. Notre étude montre que l'actionnariat salarié influe positivement sur la performance économique des entreprises.

Mots-clés : Actionnariat salarié, gouvernance de l'entreprise, participation des employés, performance économique, pouvoir *de jure*, propriété.

Abstract: In market economies based on knowledge, human capital and employees are the main drivers of firms' competitive advantage. Some scholars underline the positive role that employees can play in the governance of the modern firm through their potential participation in the firm's shareholding. However, the relationship between employee ownership and performance is not clearly supported in the academic literature. This paper contributes to this academic debate by testing the impact of employee ownership on corporate performance. We focus the study on employee ownership as an institutional instrument of corporate governance and examine more precisely the relationship between employee ownership and corporate performance over 900 subsidiaries of a French listed group (belonging to the CAC40) on a period of five years. The study shows that employee ownership positively affects corporate performance.

Keywords: Employee ownership, corporate governance, employee participation, corporate performance, *de jure* power.

JEL: J54, J33, J63, L25, L74, M52

¹ Les auteurs tiennent à remercier les deux éditrices de ce numéro spécial pour leurs encouragements, leurs suggestions et commentaires. Les auteurs remercient également les deux évaluateurs anonymes pour leurs remarques et suggestions qui ont permis d'améliorer sensiblement l'article. Nous adressons enfin nos remerciements à Thibault Daudigeos pour son aide dans l'accès aux données et leur collecte. Les seules erreurs éventuelles relèvent de notre seule responsabilité.

² Aix Marseille Univ, CERGM, Puyricard, France.

³ Université Grenoble Alpes (CREG, EA 4625) et ESDES Université catholique de Lyon.

⁴ Kedge Business School et CRGM, EA 3849).

Introduction

À côté des contrats, la propriété est un autre attribut important de la gouvernance de la firme. Mais force est de constater que le statut de la propriété de la firme est sujet à débat. Intuitivement, la question qui se pose est celle de l'identification à la fois des possédants et de l'objet possédé. Qu'est-ce que les propriétaires de la firme possèdent *in fine* ? Comment peut-on être propriétaire d'un nœud de contrats (sa plus stricte définition juridique reprise par les théoriciens de l'agence) ? Certains principes juridiques ont été extrapolés et dépossédés de leur nature par les économistes. C'est notamment le cas de la propriété, car, si les actionnaires possèdent les parts sociales de la firme, personne ne possède la firme comme entité réelle (Chassagnon, 2012). La question de la propriété dans l'entreprise s'apprécie donc à travers l'entité capitalistique (notamment les parts sociales) qu'elle recèle. Cette précaution méthodologique rappelée, il est dès lors possible d'envisager la propriété capitalistique comme une forme de pouvoir spécifique qui structure les incitations et les motivations des individus (Hart, 1995).

Ce faisant, le pouvoir apparaît comme un mécanisme institutionnel de gouvernance qui sert le processus de création collective et de coopération productive. Dans le cadre de ces relations de pouvoir, nous focaliserons notre attention dans cet article sur un mécanisme particulier : l'actionnariat salarié. L'actionnariat salarié transforme l'exercice des relations de pouvoir dans l'entreprise en pacifiant les relations entre actionnaires, dirigeants et salariés (ou dit autrement en alignant les intérêts de ce mêmes acteurs). Il constitue, dans la trilogie proposée par Chassagnon (2011)⁵, une forme de pouvoir *de jure* que l'on retrouve historiquement au cœur de l'entreprise capitaliste (une sorte de version étendue et adogmatique de l'interprétation propriétaire, voir Chassagnon et Hollandts, 2014) et qui sert sa dynamique concurrentielle et ses conditions de création de valeur.

Dans le prolongement de ces réflexions, nous souhaitons questionner, dans cet article, l'influence positive de la démocratisation de l'actionnariat salarié sur la performance économique des entreprises. L'actionnariat salarié se définit comme la détention de titres ou de valeurs mobilières émises par l'entreprise qui emploie les souscripteurs (cf. article L225-102 du Code de Commerce). « La pratique de l'actionnariat [salarié], comme celle de la participation financière plus généralement, relève de la volonté d'associer les salariés à la performance économique et financière de la firme, et de stimuler leurs efforts grâce aux avantages financiers, fiscaux et sociaux qui y sont attachés, dans la mesure où leurs motivation et implication dépendent pour une part substantielle du lien existant entre cette performance et leur richesse personnelle. » (Desbrières, 2002, p. 262)⁶.

Ce dispositif institutionnel de gouvernance est devenu l'un des plus puissants moteurs de développement de l'épargne salariale dans les pays développés. La diffusion de l'actionnariat salarié est en effet de plus en plus forte à travers le monde notamment car ce dispositif permet d'associer les salariés à la création de valeur collective et au risque d'exploitation de l'entreprise (Landier et Thesmar, 2007). Aux Etats-Unis, 36 % des salariés sont actionnaires salariés de leur entreprise alors qu'ils n'étaient qu'un quart en 2009 (source : NCEO [*National Center for Employee Ownership*], 2012)⁷. Le recensement 2015 de la fédération européenne de l'actionnariat salarié dénombre 8 millions d'actionnaires salariés en Europe (FEAS, 2016). À la fin 2015, d'après les données de l'AFG, les encours d'épargne salariale en France se montent à 117 milliards d'euros dont 45 milliards (soit 38 %) correspondants aux fonds « actionnariat salarié » (art L-214.40 CMF et SICAVAS)⁸. Cette progression s'inscrit dans l'ère du capitalisme actionnarial, qui, en s'appuyant sur la diffusion massive de véhicules d'investissement, propage la logique actionnariale dans toutes les sphères de la société (Aglietta et Rebérioux, 2004). Ainsi, l'actionnariat salarié, en associant le salarié au capital, aboutit à

5 Chassagnon (2011) considère que l'entreprise repose sur trois formes de pouvoir : le pouvoir institué (l'autorité), le pouvoir *de facto* (les relations de dépendance économique structurées notamment par les effets de complémentarité entre les « ressources critiques ») et le pouvoir *de jure* (issu du droit et des institutions normatives d'ordre public).

6 L'actionnariat salarié permet de « stimuler les efforts des salariés. Il leur permet 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, p. 255).

⁷ <http://www.nceo.org/main/article.php/id/52/>

⁸ http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=4959&Itemid=225&lang=fr

un meilleur alignement des intérêts des salariés sur ceux de l'entreprise mais aussi de ses actionnaires. Dès lors, on peut légitimement s'interroger sur les conséquences de l'actionnariat salarié sur la performance des entreprises étant donné que la réduction des divergences d'intérêts (*via* la redistribution du pouvoir *de jure*) doit, toutes choses égales par ailleurs, conduire à l'amélioration de la performance de l'entreprise.

Dans cet article, nous revisitons cette problématique en nous interrogeant sur l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance économique d'entreprises appartenant à un groupe coté français du CAC 40. Nous examinons notre question de recherche sur un échantillon composé de 902 entités juridiquement distinctes. De ce fait, nous avons pu examiner l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance économique des filiales de ce groupe qui affichent des niveaux d'actionnariat différents. Nos résultats démontrent l'existence d'impacts globalement positifs sur la performance de l'entreprise. Nous montrons également que la relation entre actionnariat salarié et performance économique diffère selon les mesures de l'actionnariat salarié retenues.

Cet article est organisé en trois sections. La première section situe le débat académique sur la propriété et la participation des salariés à la gouvernance et propose une revue de la littérature sur la relation théorique entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise. Les hypothèses de recherche sont énoncées. La seconde section présente la méthodologie, les données et les variables utilisées pour notre analyse théorique ainsi que nos résultats. La troisième et dernière section discute nos résultats et conclut notre article en indiquant par ailleurs les perspectives de recherche ouvertes.

Section 1. L'actionnariat salarié comme dispositif de démocratisation de la gouvernance au service de la performance économique des firmes

Dans le paradigme des droits de propriété (lequel demeure très influent tant en économie qu'en droit), les actionnaires sont considérés comme les propriétaires légitimes de l'entreprise (voir Aglietta et Rébérioux, 2004) parce qu'ils possèdent les actions – lesquelles sont souvent appréciées comme des titres de propriété. Selon les tenants de cette approche, l'efficacité économique des firmes dépend étroitement de la structure des droits de propriété (Hart, 1989). L'idée est simple : comme la propriété guide les incitations (Demsetz, 1967), un changement dans la structure propriétaire aura une influence sur les profits de l'entreprise. La théorie des droits de propriété moderne (celle du modèle de Grossman, Hart et Moore, voir Baudry et Chassagnon, 2014) propose une théorie du pouvoir *de jure* à travers la notion de droits résiduels de contrôle, ces droits conférés par la propriété qui octroient à leurs détenteurs (les propriétaires) le contrôle des actifs physiques et, donc, le droit d'exclure les individus de l'accès aux actifs productifs. L'approche de la théorie moderne des droits de propriété reconnaît une forme de pouvoir au travers du pouvoir de négociation issu de la propriété capitalistique (Williamson, 1984), lequel confère à ses détenteurs le droit de participer à la gouvernance de l'entreprise. Plus encore, il s'agit d'une condition *sine qua non* de la recherche du plus haut niveau de rentabilité (rappelons que pour cette théorie du fait de l'incomplétude contractuelle la propriété n'est la solution qu'à un *second best*, voir Hart, 1995).

Comme le montre Chassagnon (2011), le pouvoir *de jure* est l'héritage le plus ancien de notre système capitaliste. Cette forme de pouvoir a partie liée au droit ; elle repose sur des mécanismes formels qui peuvent faire l'objet d'une exécution contrainte par les juges. Historiquement, le régime juridique de la propriété privée qui octroie le droit d'exclusion est au cœur de ces mécanismes *de jure* de pouvoir. C'est le mécanisme au travers duquel se structurent de nombreuses autres relations dans la firme. De plus, la propriété a joué historiquement un rôle central dans la construction de la théorie de la firme. C'est parce que A peut priver B de son travail pour lequel il dispose de compétences valorisables qu'il détient un pouvoir *de jure* sur B. En contrepartie, A doit gouverner et manager (prendre des décisions) qui le rendent responsable du sort et du développement de B. La propriété est alors considérée comme une ressource formelle ; elle prémunit son détenteur des menaces de sanctions et, au contraire, impose à ses non-détenteurs de trouver d'autres sources de valorisation (spécialisation) leur permettant de contribuer à la valeur productive de l'organisation et d'acquérir une forme de pouvoir (le pouvoir *de facto*). Nous rejoignons ici très explicitement la forme de pouvoir liée à la propriété du capital mise en lumière par Marx (1963[1867]), Commons (1934) et Marglin (1974) et, dans un esprit différent, par Hart (1995) ou Rajan et Zingales (1998). La propriété structure donc les incitations en distribuant des parcelles de pouvoir *de jure*. D'un point de vue juridico-économique, trois raisons sont alors

susceptibles d'expliquer pourquoi les actionnaires doivent être les propriétaires de l'entreprise : (1) ils sont les supposés propriétaires légaux ; (2) ils supportent les risques ; et (3) ils sont les créanciers résiduels. Une telle conception de la propriété de ou plutôt dans la firme a donné naissance – entre autres choses – au paradigme de la valeur actionnariale qui est devenu une sorte de baromètre de l'efficacité managériale (voir Davis, 2011).

Mais, comme le note Dodd, il n'est pas fondé de « traiter la firme comme un agrégat d'actionnaires » (*ibid.*, p. 1160). En effet, le projet « entreprise » intègre l'ensemble des parties prenantes, propriétaires ou non, qui influencent ou sont influencées par une organisation économique. Ni les managers ni les actionnaires ne sont légitimement les entités qui supportent ou devraient supporter les risques de l'activité productive. Qu'en est-il des employés, des consommateurs, des fournisseurs, de l'environnement, etc. ? La firme est, par essence, une activité entrepreneuriale qui ne saurait se borner aux risques supportés par l'une de ses composantes. Une vision plus large de la gouvernance et de ses mécanismes institutionnels doit donner à voir la firme non pas comme un agrégat de groupes d'intérêts distincts mais comme des parties – liées entre elles par le partage d'un but commun – qui forment une entité économique privée encadrée dans un système juridique public. Dans cette perspective, les salariés propriétaires constituent une nouvelle forme – plus partenariale – de participation des parties prenantes, ici des employés (voir Blair, 1995 ; Pendleton, 2001), à la gouvernance de l'entreprise.

Une telle préoccupation académique nous rapproche sans aucun doute de l'approche macro-institutionnelle par la variété des capitalismes représentée tout particulièrement par Hall et Soskice (2001) qui appréhendent la firme comme une entité relationnelle – fondée sur des différents constituants productifs. Pour ces auteurs, ce qui prime avant toute chose est la qualité des relations que la firme est en mesure d'établir prioritairement en interne avec les employés mais aussi en externe avec par exemple, les fournisseurs, les clients ou les gouvernements. Partant de ce principe, ils établissent des distinctions intra-pays et différencient notamment les économies de marché libérales de type anglo-saxon qui reposent grandement sur le paradigme de la valeur actionnariale (O'Sullivan, 2003 ; Rébérioux et Moore, 2011) et les économies de marché coordonnées fondées sur une approche partenariale caractérisée notamment par le modèle allemand de la cogestion et de la négociation corporatiste.

Il s'avère intéressant d'inscrire les questions modernes de gouvernance d'entreprise dans l'esprit de ces économies de marché coordonnées qui font reposer leurs processus de prise de décisions sur une véritable redistribution du pouvoir et sur la « voix » formelle et forte des employés (Vitols, 2001). Ce faisant, l'actionnariat salarié apparaît comme une forme de pouvoir *de jure* des employés qui mérite d'être investiguée en regard des considérations de performances et d'efficacité productive. Plus encore, dans l'esprit de Williamson (1984, 1985) et de Blair (1995), l'actionnariat salarié constitue un moyen de protéger les investissements spécifiques du capital humain. La participation à la gouvernance suscitée par la propriété influe donc sur les motivations extrinsèques (voir French, 1987) mais également sur les motivations intrinsèques des salariés (voir Pendleton, 2010). Autrement dit, le pouvoir *de jure* issu de la propriété capitaliste donne l'accès au partage des profits d'une part, et à la participation au management d'autre part (Rousseau et Shperling, 2003). C'est en ce sens que l'actionnariat salarié peut être perçu comme un levier de démocratie économique dans l'entreprise capitaliste.

L'actionnariat salarié est, partant, susceptible d'avoir un impact sur la performance de l'entreprise par le biais principal des effets sur les attitudes au travail des salariés. Le pouvoir issu des pratiques d'actionnariat salarié permet aux employés de maintenir et d'accroître leur « estime de soi » (Tajfel, 1982). Pour aller plus loin, le maintien de l'identité sociale collective dans la firme au travers de la distribution du pouvoir *de jure* est source de productivité, au sens où elle conditionne les avantages stratégiques et les incitations productives des membres organisationnels. Ainsi, comme le notent Stankiewicz et Léné (2011, p. 21), « l'actionnariat salarié peut être l'un des moyens de fidéliser le personnel en fortifiant le sentiment d'appartenance à l'entreprise ». Le pouvoir *de jure* est tant un mécanisme de coordination qu'un mécanisme de motivation qui promeut l'efficacité productive des organisations économiques. Ces considérations d'efficacité ont particulièrement intéressé les économistes dernièrement, notamment Akerlof et Kranton (2005) qui nous expliquent que l'identité assure la coïncidence entre les motivations des employés à agir dans l'intérêt de la firme et leur attachement organisationnel, ce qui permet de redonner un sens au concept légal de responsabilité

fiduciaire et de proposer un nouveau modèle de gouvernance de la firme faisant une place plus grande aux employés (comme on peut le constater dans certains pays comme les Pays-Bas ou l'Allemagne, voir O'Sullivan, 2000 ; Hall et Soskice, 2001). C'est dans cet esprit que doit être envisagé l'actionnariat salarié dans cet article.

La littérature souligne en effet qu'outre ce meilleur alignement des intérêts, l'actionnariat salarié est susceptible d'avoir un impact positif sur la performance de l'entreprise en raison de la combinaison de différents mécanismes : les actionnaires salariés sont plus satisfaits, plus impliqués, plus motivés et développent un sentiment d'identité collective et d'accomplissement personnel (Bénabou et Tirole, 2002), voire un sentiment psychologique de « possession » (Pierce *et al.*, 1991) qui les rendent plus performants individuellement. Pierce *et al.* (2003) envisagent dès lors ce qu'ils nomment la « propriété psychologique », telle qu'elle est incluse dans la propriété capitaliste des salariés, comme le pourvoyeur de motivations humaines basées sur le triptyque qui suit : l'efficacité propre (capacité de contrôler son environnement immédiat), l'identité propre (la propriété comme matérialisation de soi dans l'entreprise), et la place effective (le besoin d'avoir une existence reconnue en tant que telle dans le management). Dès lors, c'est l'alliage d'un dispositif de gouvernance et d'un dispositif de ressources humaines qui fait la force empirique de l'actionnariat salarié (voir Kaarsemaker et Poutsma, 2006).

Du point de vue collectif, l'actionnariat salarié a un impact positif sur le taux de rotation du personnel, l'absentéisme et la productivité. Cette dernière s'expliquerait par le fait que le partage des profits stimule les motivations extrinsèques des individus qui font du dispositif un mécanisme de sélection des salariés les plus productifs (voir Lazear, 2000)⁹. Cependant, l'actionnariat salarié est également perçu dans un pan de la littérature comme un dispositif augmentant certains coûts d'agence, faisant la promotion des seuls intérêts des salariés, et ayant, *in fine*, un impact négatif sur la performance et sur l'efficacité de certains mécanismes de gouvernance (Faley et al., 2006). Aubert *et al.* (2014) proposent un modèle intégrant les aspects positifs et négatifs de l'actionnariat salarié. Ils montrent que les dirigeants les moins performants sont incités à utiliser l'actionnariat salarié comme une stratégie d'enracinement. La présence de dirigeants mettant en œuvre ces stratégies accroît le coût de signalement de l'actionnariat salarié pour les dirigeants les plus performants qui utilisent cette pratique à des fins d'amélioration de la productivité. Le modèle d'Aubert *et al.* (2014) montrent enfin que chacune des deux catégories de managers a intérêt à dévier de sa stratégie optimale en instrumentalisant l'actionnariat salarié. Ainsi, la littérature portant sur le lien actionnariat salarié/performance n'aboutit pas à une conclusion unanime – même si la majorité des études empiriques concluent à un impact positif, voire nul sur la performance de l'entreprise (Kruse, 2002 ; Kaarsemaker *et al.*, 2010). Dans sa revue de la littérature portant sur 129 études empiriques ayant examiné le lien actionnariat salarié – performance, Kaarsemaker (2006, 2010) montre que 67,4 % des études concluent à l'existence d'un lien positif et significatif entre actionnariat salarié et performance (productivité, rentabilité et/ou profitabilité – Kaarsemaker *et al.* 2010); 14 études soit 10,9 % concluent à un lien négatif et 28 études soit 21,7 % concluent à l'absence de lien statistique. D'autres études empiriques récentes ont apporté une vision plus contrastée de l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise. Faley *et al.* (2006) montrent que les entreprises où l'actionnariat salarié atteint 5 % du capital présentent de moins bonnes performances en termes de croissance et de productivité. Guedri et Hollandts (2008), dans un contexte français, ainsi que Kim et Ouimet (2014), dans un contexte américain, obtiennent des résultats similaires. Dans leur étude, les effets positifs de l'actionnariat salarié se manifestent jusqu'au seuil de 5 % du capital détenu par les salariés. À partir de ce seuil, ces gains sont notamment absorbés par la hausse des salaires.

La majorité des études empiriques semblent néanmoins converger pour souligner l'impact potentiellement positif des mécanismes d'actionnariat salarié (Kaarsemaker *et al.*, 2010). En premier lieu, l'actionnariat salarié aurait un impact positif sur des mesures de satisfaction et d'implication (notamment parce que ce type de mécanismes joue aussi bien sur des dimensions pécuniaires que symboliques cf. Klein, 1987), ce qui se traduirait par une amélioration de la performance du salarié (moins d'absentéisme et plus de productivité et d'implication) et *in fine* une performance économique améliorée. La littérature académique n'explique cependant pas complètement les liens entre niveau

⁹ L'article de Lazear (2000) représente un « moment » important dans l'utilisation de ces méthodes en économie, notamment sur les questions de productivité du personnel.

micro (l'individu) et meso (l'entreprise) et ne propose qu'une lecture « agrégative » de ces phénomènes. Ainsi, la très grande majorité des études empiriques portent sur des échantillons d'entreprises cotées ou comportent un échantillon de contrôle. Les études analysant à l'intérieur des organisations les effets de l'actionnariat salarié sont très peu nombreuses et la récente mobilisation de l'étude de cas économétrique (Jones *et al.* 2006, 2010) permet de traiter ce point aveugle de la littérature. Par ailleurs, la littérature peine encore à explorer des facettes peu étudiées tels que le comportement des actionnaires salariés en temps de crise ou les cas particuliers (présence d'un actionnariat salarié (très) significatif) ou l'influence de l'origine de l'actionnariat salarié (*Initial Public Offerings vs* politique RH par exemple).

Au regard de la littérature, il apparaît que l'impact de l'actionnariat salarié est supposé être positif pour la performance de l'entreprise. Compte tenu de la littérature théorique et empirique sur la relation entre actionnariat salarié et performance, nous formulons les hypothèses suivantes, relatives à deux facettes essentielles de la performance de l'entreprise :

Hypothèse 1 : Toutes choses étant égales par ailleurs, il existe une relation positive entre actionnariat salarié et profitabilité de l'entreprise.

Hypothèse 2 : Toutes choses étant égales par ailleurs, il existe une relation positive entre actionnariat salarié et productivité de l'entreprise.

Section 2. Données et Méthodes

Données

Afin de tester les hypothèses de recherche, nous avons mené une étude de cas économétrique. Cette méthode combine l'utilisation des outils économétriques en se concentrant sur une seule organisation et le recours à un sous-ensemble de l'organisation (dans notre cas la filiale) comme unité d'analyse pertinente. Pour Jones *et al.* (2006, 2010), l'étude de cas économétrique permet de se concentrer sur des niveaux micro et meso et ainsi de traiter de questions pour lesquelles il y a peu ou pas de réponses. Elle comprend en général une phase exploratoire et préparatoire, généralement composée d'entretiens de type semi-directif qui permettent d'affiner le design de recherche et l'identification des variables nécessaires à l'analyse. Ensuite le travail de collecte, de traitement et d'analyse proprement dit permet de traiter *via* des méthodes économétriques usuelles les questions soulevées par le chercheur. L'interaction entre le chercheur et son terrain de recherche permet ainsi de s'assurer d'une certaine validité de l'étude et d'une certaine pertinence pour l'organisation concernée. Dans le cadre de notre étude, nous exploitons des données portant sur les investissements des salariés d'un groupe français coté de l'indice CAC 40 dont le nom ne peut être divulgué pour des raisons de confidentialité. Au moment de la collecte des données, le groupe étudié figurait dans les 20 premières capitalisations boursières de la Bourse de Paris et une des principales capitalisations boursières de son secteur d'activité. Le groupe s'est historiquement constitué autour d'activités du secteur BTP et construction et a ensuite étendu ses activités aux concessions, à la gestion des parcs de stationnement et à certaines expertises techniques dans le bâtiment. Constitué historiquement d'une myriade de structures, de taille et d'origine géographique différente, l'actionnariat salarié a très tôt joué un rôle fédérateur dans la structuration et le développement de ce groupe. L'actionnariat salarié a été introduit dans ce groupe à partir de 1995. Pour l'entreprise considérée, l'actionnariat salarié constitue avant tout un élément stratégique permettant de faire émerger un sentiment d'appartenance fort au groupe alors même que les entreprises constituant ce groupe (près de 1 300 sociétés au total en incluant les filiales étrangères) sont de tailles très hétérogènes. À la fin de l'année 2007, près de 89 000 salariés étaient actionnaires du groupe par le biais du plan d'épargne entreprise (valeur du portefeuille moyen : 12 000 euros). Par ailleurs, l'actionnariat salarié représente également un élément significatif de la politique de rémunération de ce groupe coté. Les opérations d'actionnariat salarié sont très récurrentes

dans ce groupe puisqu'elles se déroulent à un rythme soutenu de trois à quatre opérations d'actionnariat salarié par an (sous la forme d'augmentation de capital réservées aux salariés). De manière globale, près de 3 salariés sur 4 sont des actionnaires salariés du groupe (72 % en 2007). Quasiment toutes les opérations ont par ailleurs été souscrites, voire sursouscrites. Ces opérations se sont déroulées, en ce qui concerne la fenêtre d'étude, dans un contexte favorable marqué par l'augmentation régulière du cours de l'action. Le taux de croissance annuel moyen du cours de l'action a été de 25 %¹⁰. Il est à noter que les actionnaires salariés disposent d'un représentant siégeant au conseil d'administration depuis 2002.

Notre échantillon se distingue par une caractéristique majeure. Nous nous intéressons au cas de l'actionnariat salarié des filiales (entités juridiques distinctes) de ce groupe. À titre indicatif, les actionnaires salariés détiennent collectivement une part significative du capital du groupe coté, autour de 9 % sur la période de notre étude (2003 : 9 % du capital ; 2004 : 9,21 % ; 2005 : 9,44 % ; 2006 : 8,46 % ; 2007 : 8,23 %). 349 filiales ont été exclues des analyses en raison de leur présence à l'étranger. Cette présence implique notamment un accès différent aux plans d'actionnariat salarié. Notre échantillon final est donc constitué de 902 sociétés appartenant au même groupe côté français. Notre niveau d'analyse se situe au niveau de la filiale, subdivision du groupe. Le groupe étudié est caractérisé par une organisation très décentralisée puisque toutes les filiales ont la faculté de déterminer librement leur niveau de participation aux plans d'actionnariat salarié du groupe. En d'autres termes, ces 902 filiales ont accès au même plan d'actionnariat salarié groupe mais affichent des taux de souscription très différents d'une entreprise à l'autre. Nous avons testé nos hypothèses de recherche sur un échantillon de données de panel sur 5 ans de 2003 à 2007. Les données ont été collectées auprès de trois services du groupe : le service actionnariat salarié, le service du contrôle de gestion social et la direction financière. Ces services ont fourni les variables utilisées dans cette recherche. La base de données obtenue comportait des données manquantes. Après avoir effectué les diagnostics d'usage sur ces valeurs manquantes – notamment importance et caractère aléatoire de leur distribution dans la base de données – nous avons choisi une méthode d'imputation appropriée. En l'occurrence, les valeurs manquantes ont été remplacées grâce à la méthode EM (*Expectation Maximization*) conformément à la recommandation de Hair *et al.* (2006).

Méthodologie - Modèle d'estimation

Les données de notre échantillon présentent plusieurs caractéristiques. La première caractéristique tient à leur répartition dans le temps qui conditionne l'utilisation d'un modèle d'estimation sur données de panel. La seconde caractéristique tient à leur répartition sur l'ensemble de la période. Cet échantillon n'est donc pas cylindré, c'est-à-dire que l'on ne retrouve pas le même nombre de filiales chaque année. En effet, certaines filiales sortent de l'échantillon du fait de cessions ou de fusions avec d'autres filiales, certaines filiales entrent dans l'échantillon du fait d'une création ou d'acquisitions par le groupe. Notre échantillon non cylindré nous permet ainsi de conserver toutes les filiales présentes dans le groupe au cours de la période. Eliminer les entreprises qui ne sont pas présentes sur l'ensemble de la période aurait en effet introduit un biais du survivant en ne focalisant les analyses que sur des entreprises ayant des caractéristiques particulières. Afin de prendre en compte ces deux caractéristiques spécifiques, nous utilisons un modèle d'estimation par le maximum de vraisemblance avec effets aléatoires (*random effects maximum likelihood regression*) sur données de panel préconisé notamment par Baltagi (2008).

¹⁰ La figure 1 reprend l'historique du cours de l'action pour la période 2003-2008.

Variables expliquées

Notre étude s'intéresse aux conséquences de l'actionnariat salarié sur la performance des filiales du groupe. Nous retenons donc plusieurs variables dépendantes décrivant la performance.

Pour chaque filiale et pour chaque année, la performance économique a été mesurée par deux variables : (1) la capacité d'autofinancement divisée par le chiffre d'affaires (désormais CAF/CA)¹¹ ; (2) la productivité. La capacité d'autofinancement correspond au flux de trésorerie généré par la filiale. Elle est généralement considérée comme un indicateur de performance issu du compte résultat car ne prenant pas en compte les produits et charges ne donnant pas lieu à des encaissements ou des décaissements dont certains peuvent faire l'objet de décisions discrétionnaires des dirigeants (les provisions et les amortissements notamment). Rapportée au chiffre d'affaires dans notre cas, elle donne la performance relative de la filiale. La productivité est mesurée par le chiffre d'affaires divisé par le nombre de salariés (Blasi *et al.*, 1996 ; Faleye *et al.*, 2006).

Variables explicatives

Nos hypothèses suggèrent que l'actionnariat salarié a un impact sur la performance. Pour chacune des filiales, l'actionnariat salarié a été mesuré par deux dimensions : (1) le nombre d'actionnaires salariés présents dans la filiale – cette mesure nous permet de prendre en considération la dispersion de l'actionnariat salarié dans les filiales ; (2) les encours d'actionnariat salarié en euros détenus par les salariés de la filiale – cette variable représente le « stock » d'actionnariat salarié présent au niveau de chaque filiale et est calculée en multipliant le nombre d'actions détenues par leur valeur. Nous utilisons les valeurs moyennes de ces variables par salarié dans le cas des analyses de régression conduites sur la productivité.

Variables de contrôle

Nous incluons ensuite plusieurs variables de contrôle susceptibles d'influencer la performance des filiales. Wilson et Peel (1991) et Fakkfakh (2004) considèrent que les variables qui ont une influence sur la performance peuvent être classées en cinq groupes : les caractéristiques de l'emploi, les caractéristiques de la rémunération, la taille de l'entreprise, les caractéristiques technologiques et l'environnement économique. Les caractéristiques de l'emploi dans la filiale sont décrites par le nombre de cadres, le nombre de femmes, le nombre de salariés employés en contrat à durée déterminée et l'ancienneté moyenne. Les caractéristiques de la rémunération sont décrites par les montants totaux de la rémunération brute annuelle, des primes d'intéressement et de participation versés par la filiale. La taille de la filiale est mesurée par l'effectif salarié de la filiale. Pour les analyses de régression concernant la productivité, les variables explicatives sont divisées par le nombre de salariés. Les caractéristiques technologiques sont décrites par des variables muettes traduisant l'appartenance de la filiale à l'un des six secteurs : route, concession, énergie, construction, siège social, immobilier. Chaque variable muette prend la valeur 1 en cas d'appartenance au secteur, 0 autrement.

[INSERER TABLEAU 1&2]

¹¹ Cette variable est utilisée par ce groupe pour mesurer la profitabilité de chaque filiale. Pour effectuer les analyses économétriques, nous utilisons une transformation logarithmique de cette variable.

Résultats

Les statistiques descriptives et les corrélations entre les variables incluses dans les régressions sont présentées dans les tableaux 1 et 2. Le tableau 1 indique que notre échantillon est hétérogène. On constate tout d'abord une grande dispersion de la capacité d'autofinancement (Moy. : 3 227,87, Ecart-type (E-T) : 45 508,19) et de la productivité (Moy. : 205,38, E-T : 369,07). Alors que l'effectif de certaines filiales s'approche de celle de grands groupes (Effectif maximum : 8 897), certaines sont assimilables à des entreprises individuelles. Il résulte de cette dispersion des observations une grande variabilité des montants des rémunérations brutes annuelles (Moy. : 3,19 millions d'euros, E-T : 8 millions d'euros), des primes de participation (Moy. : 92 648 euros, E-T : 431 155 euros) et des primes d'intéressement (Moy. : 47 813 euros, E-T : 228 697 euros). On constate également que le personnel est majoritairement composé de femmes (proportion moyenne de femmes : 73,69 femmes en moyenne / 122,30 d'effectif moyen). Les salariés embauchés en contrat à durée déterminée représentent un cinquième de l'effectif moyen (proportion moyenne de CDD : 21,53 CDD / 122,30 d'effectif moyen). Enfin, le personnel a une ancienneté moyenne relativement faible et homogène (Moy. : 10 ans, E-T : 4 ans). Le tableau 2 présente les corrélations entre les variables incluses dans les modèles de régression. Nous relevons que la valeur de plusieurs des coefficients est supérieure à 0,5. Les variables concernées sont l'intéressement, la participation, l'effectif, le nombre de femmes, le nombre de cadres et de contrats à durée déterminée. Ces coefficients élevés suggèrent la présence de multicollinéarité. La présence d'éventuels problèmes de multicollinéarité entre les variables explicatives a été testée dans chacun des modèles grâce aux facteurs d'inflation de la variance. Nous commentons les effets des problèmes de multicollinéarité de nos variables un peu plus loin dans un paragraphe consacré à la robustesse des résultats. Nous précisons d'ores-et-déjà que seules des variables de contrôle entraînent des problèmes de multicollinéarité : effectif, nombre de femmes, secteurs énergie, construction et route.

Section 3 : Discussion

[INSERER TABLEAU 3]

Le tableau 3 présente les résultats des analyses de régression pour les quatre catégories de décisions étudiées. Les modèles 1 et 2 testent la relation entre l'actionnariat salarié et la performance économique de la filiale. Les modèles 3 et 4 testent la relation entre l'actionnariat salarié et la productivité. La plupart des variables expliquées présentent des résultats significatifs.

En ce qui concerne les analyses relatives à la performance économique, les deux variables mesurant l'actionnariat salarié sont significatives. Ces premiers résultats corroborent notre hypothèse 1 puisque la relation entre l'actionnariat salarié (nombre d'actionnaires salariés et actionnariat salarié en euros) et la capacité d'autofinancement divisée par le chiffre d'affaires est positive. Les résultats des régressions sur la productivité présentent des relations significatives mais des signes opposés. Le signe du coefficient de la variable proportion d'actionnaires salariés est positif et significatif corroborant ainsi notre hypothèse 2. Le résultat de la variable actionnariat salarié moyen en euros est contraire à nos attentes. Il indique en effet une relation négative et significative avec la productivité. À l'issue de nos analyses de régressions, l'hypothèse 1 est corroborée, l'hypothèse 2 est corroborée lorsque l'actionnariat salarié est mesuré par la proportion de salariés concernée.

En ce qui concerne les autres variables de contrôle, les coefficients de plusieurs variables sont significatifs et de signes identiques, quelle que soit la variable dépendante testée : les primes de participation, la rémunération brute annuelle et l'ancienneté moyenne. La variable primes d'intéressement est associée à des coefficients négatifs et significatifs pour les régressions sur la capacité d'autofinancement, mais positifs et significatifs pour la productivité. La variable nombre de

contrats à durée déterminée est caractérisé par des relations inverses c'est-à-dire positives pour la capacité d'autofinancement et négatives pour la productivité. La majorité des coefficients associés au nombre de salariés et au nombre de cadres sont négatifs et significatifs. La plupart des coefficients associés au nombre de femmes sont positifs et significatifs.

Afin de tester la sensibilité de nos résultats à la méthode d'estimation utilisée, nous avons effectué l'ensemble des régressions avec l'estimation proposée par Swamy et Arora (1972). Les résultats sont très proches de ceux obtenus avec la méthode du maximum de vraisemblance. Par ailleurs, nous avons vérifié la stabilité de nos résultats lorsque les variables dépendantes étaient décalées d'une année. Ce décalage permet de neutraliser un éventuel biais de simultanéité des données. Suite à ces modifications, nous avons observé que nos résultats demeuraient stables. Enfin, la présence d'un éventuel biais de sélection est difficile à neutraliser. Du point de vue de l'échantillon lui-même, nous disposons des données relatives à l'intégralité des filiales. De plus, le traitement d'un échantillon non cylindré a pu éviter d'exclure des filiales qui ont sans doute des caractéristiques spécifiques en induisant ainsi un biais de sélection.

Les problèmes de multicolinéarité des variables peuvent causer une instabilité des coefficients de régression obtenus. Le facteur d'inflation de la variance (VIF) mesure les problèmes de colinéarité entre les variables. Dans notre cas, le VIF moyen oscille entre 9,56 et 10,42. Craney et Surles (2002) considèrent que les problèmes de multicolinéarité se posent au-delà d'une valeur de VIF supérieure à 10. Nous constatons cependant que cette valeur moyenne est élevée du fait de certaines variables de contrôle : effectif, nombre de femmes, secteurs énergie, construction et route. Ces variables sont toutes associées à des VIF supérieurs à 10. Nous avons donc réalisé de nouvelles estimations en retirant ces variables. Les coefficients associés aux variables d'actionnariat salarié demeurent stables. Une dernière analyse de sensibilité concerne l'influence de la période étudiée. La figure 1 montre en effet que la période d'étude a connu une hausse continue du cours de l'action du groupe étudié. Cet élément de contexte peut expliquer les résultats obtenus. La seule année de notre échantillon où le cours de bourse a connu une baisse est l'année 2007. Nous avons donc réalisé les analyses en nous focalisant sur cette dernière année. Les résultats demeurent équivalents pour la variable de performance économique et la variable mesurant la relation entre la productivité et l'encours d'actionnariat salarié moyen. En revanche, la productivité s'en trouverait affectée puisque le coefficient associé au nombre d'actionnaires salariés n'est plus significatif. On pourrait ainsi parler d'une évolution des effets vertueux de l'actionnariat salarié vers des effets pervers dans le cas d'une baisse de cours.

Nous constatons que nos hypothèses de recherche sont corroborées. En revanche, cette validation est liée aux variables introduites dans nos analyses. Les résultats sont sensibles aux mesures d'actionnariat salarié utilisées (hypothèse 2). Ces résultats appellent un commentaire sur la nature de la variable mesurée. En effet, l'actionnariat salarié est une notion pluridimensionnelle. Nous avons retenu que l'actionnariat salarié pouvait être mesuré par le nombre de salariés actionnaires et par le montant investi par ces derniers. Ceci nous permet à la fois de mesurer la diffusion interne de ces mécanismes (nombre) mais également l'intensité et la durée dans le temps de l'investissement consenti par les salariés (montants investis). Les effets de l'actionnariat sont controversés. Klein (1987) propose en effet trois modèles théoriques qui ont des implications différentes pour la mesure de l'actionnariat salarié. Si le modèle intrinsèque stipule que le seul fait de devenir actionnaire salarié est bénéfique, le modèle extrinsèque postule que la valeur financière de l'investissement est déterminante. Dans une perspective managériale, le premier modèle justifie que le développement de l'actionnariat salarié s'attache avant tout à l'augmentation du nombre d'actionnaires salariés. En revanche, le modèle extrinsèque justifie que l'investissement des actionnaires salariés soit stimulé en

priorité. Nos mesures de l'actionnariat salarié incorporent ces deux dimensions essentielles¹². Nos résultats soulignent l'intérêt de ces deux dimensions. Les résultats les plus significatifs et conformes aux attentes sont obtenus dans les modèles incluant une mesure de la diffusion de l'actionnariat salarié (soit nombre d'actionnaires salariés et proportion d'actionnaires salariés), ce qui souligne l'intérêt d'une vision collective de ces mécanismes. Néanmoins, l'actionnariat salarié en tant que système d'incitation collectif pourrait favoriser les comportements de passager clandestin et donc potentiellement limiter son efficacité. Le résultat du modèle 3 ne justifie pas ce point de vue. En effet, nos hypothèses sont le plus souvent corroborées avec les variables mesurant le nombre et la proportion d'actionnaires salariés. On trouve des résultats non conformes à nos attentes pour la variable mesurant l'actionnariat salarié moyen pour le modèle 4. Ces effets accèdent plutôt l'idée que l'augmentation du portefeuille d'actions n'est pas forcément le meilleur vecteur de performance de l'actionnariat salarié.

Parmi les limites qui nous semblent pouvoir remettre en cause la portée de nos résultats, certaines ont trait aux mesures utilisées, d'autres aux caractéristiques des données. En ce qui concerne nos données, leurs caractéristiques rendent difficiles la généralisation de nos résultats. Une des spécificités de notre échantillon tient au secteur d'activité analysé. En effet, les pôles du groupe étudié appartiennent en majorité au secteur du bâtiment et des travaux publics et au secteur de l'énergie. Or, le premier est caractérisé par des conditions de travail précaires, une forte mobilité de la main d'œuvre et de faibles qualifications. Dans ce contexte, l'actionnariat salarié a une signification différente de celle qu'elle peut avoir dans une entreprise du secteur tertiaire ou une entreprise innovante.

Au-delà de ces limites empiriques, notre article tend à s'inscrire dans une réflexion plus large sur la « propriété » de la firme et les formes de pouvoir intra-organisationnelles. L'actionnariat salarié et plus largement l'épargne salariale bousculent les modèles traditionnels de la firme. Du point de vue de la question de l'efficacité, l'actionnariat salarié peut être considéré comme un mécanisme œuvrant pour un meilleur alignement des intérêts des salariés avec ceux des actionnaires. Mais l'actionnariat salarié introduit également une rupture inédite. En permettant aux salariés de détenir une partie du capital des sociétés, ces mécanismes permettent de positionner les salariés au sommet de l'architecture organisationnelle caractérisant la gouvernance. En détenant des actions, les salariés accèdent à la propriété d'une composante capitalistique de l'entreprise (Chassagnon et Hollandts, 2014). La propriété est fondée sur un ensemble de pouvoirs et l'actionnariat salarié confère ainsi aux salariés un ensemble de pouvoirs *de jure* s'ajoutant à leur pouvoir *de facto* lié à la détention de leur capital humain (spécifique) (Rajan et Zingales, 1998 ; Chassagnon, 2011). Bien évidemment, les considérations macro-institutionnelles sont prégnantes et le développement et l'efficacité des mécanismes d'épargne salariale sont liés aux arrangements institutionnels de chaque pays (Hall et Soskice, 2001). On peut cependant noter que les mécanismes d'actionnariat salarié ont une dimension internationale et sont présents sur l'ensemble des pays de la planète et contribuent ainsi à un développement original d'un capitalisme actionnarial qui offre une «voix» aux salariés par la détention d'une fraction du capital (Vitols, 2001).

Nos résultats d'ensemble suggèrent donc que les entreprises qui souhaitent promouvoir l'actionnariat salarié doivent davantage chercher à stimuler au premier chef l'investissement des salariés en leur donnant une forme de pouvoir supplémentaire. En poursuivant cet objectif, il convient toutefois de ne pas sous-estimer les risques de perte en capital pris par les salariés. Notre contribution et ses limites

¹² La dimension de la participation aux décisions proposée par le modèle instrumental est toutefois négligée par cette recherche. On peut toutefois considérer que cette dimension est présente dans le groupe à travers la présence d'un représentant des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration.

appellent de nouvelles voies de recherche. Le faible nombre de recherches sur les effets de l'actionnariat salarié en France est tout d'abord étonnant. Ce dispositif bénéficie en effet de nombreuses incitations fiscales et des efforts importants sont mis en œuvre par les entreprises pour le développer. On pourrait au contraire s'attendre à ce que les preuves empiriques de ses effets bénéfiques soient plus nombreuses. Ces recherches doivent donc être favorisées dans des contextes variés en incorporant notamment le développement de l'implication des salariés aux prises de décisions stratégiques. Il s'agit selon nous d'une évolution socio-économique pertinente en regard du développement des économies de marché fondées sur la connaissance. Dube et Freeman (2010) ainsi Kruse *et al.* (2012) suggèrent dans cet esprit que les dispositifs de partage des profits s'avèrent plus performants lorsqu'ils sont combinés à des pratiques participatives.

Dans cet esprit, il faut dès lors envisager l'actionnariat salarié comme un dispositif de pouvoir *de jure* destiné aux employés qui, ce faisant, contribue au contrôle et à la gouvernance de la firme. En effet, nous pensons qu'il est important d'utiliser les relations de pouvoir comme une unité d'analyse pertinente des modes de gouvernance des entreprises capitalistes. Notre objectif est de développer à l'avenir les recherches théoriques et empiriques sur le rôle des employés dans la gouvernance des firmes, en intégrant des variables qualitatives d'aspiration sociale, afin de montrer que la participation des salariés (au-delà de l'actionnariat salarié bien entendu) aux prises de décision constitue le moyen de réintégrer les travailleurs et leur force productive au cœur des mécanismes institutionnels de gouvernance, et ce aussi à des fins de cohésion sociétale (voir Chassagnon, 2016).

Références

- Aglietta, M. et Reberlioux, A., (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel Économie.
- Akerlof, G. A. et Kranton, R. E., (2005), « Identity and the Economics of Organizations », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n° 1, pp. 9-32.
- Aubert, N., Garnotel, G., Lapiéd, A., Rousseau, P. (2014), Employee Ownership: a Theoretical Investigation of Management Entrenchment vs. Reward Management, *Economic Modelling*, vol. 40, pp. 423-434.
- Baltagi, B. (2008), *Econometric analysis of panel data*, Chichester :Wiley.
- Baudry, B. et Chassagnon, V. (2014), *Les théories économiques de l'entreprise*, Paris, La Découverte.
- Bénabou, R. et Tirole, J. (2002), « Self-confidence and personal motivation », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 11, n° 3, pp. 871-915.
- Blair, M. M., (1995), *Ownership and Control : Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, Brookings Institution Press.
- Blasi, J., Conte, M. et Kruse, D. (1996), « Employee Stock Ownership and Corporate Performance Among Public Companies », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 50, n° 1, pp. 60-79.
- Chassagnon, V. (2011), « The Law and Economics of the Modern Firm: A New Governance Structure of Power Relationships », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 134, juin 2011, pp. 25-50.
- Chassagnon, V. (2012), « Une analyse historique de la nature juridique de la firme. Du nœud de contrats à l'entité (collective) réelle », *Revue de la Régulation*, n° 12, pp. 1-16.
- Chassagnon, V. (2016), *La démocratisation de l'entreprise dans la société : pensons un capitalisme plus juste*, à paraître.
- Chassagnon, V. et Hollandts, X. (2014), « Who are the Owners of the Firm? Shareholders, Employees or No-one? ». *Journal of Institutional Economics*, vol. 10, n° 1, pp. 47-69.
- Commons, J. R. (1934), *Institutional Economics*, Madison, University of Wisconsin Press.
- Craney, T., et Surles, J. (2002), « Model-dependent Variance Inflation Factor Cutoff Values », *Quality Engineering*, vol. 14, n° 3, pp. 391-403.
- Davis, G. F. (2011), « The twilight of the Berle and Means corporation », *Seattle University Law Review*, vol. 34, n° 4, pp. 1121-1138.
- Demsetz, H. (1967), « Toward a Theory of Property Rights », *American Economic Review*, vol. 57, n° 2, pp. 347-359.
- Desbrières, P. (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 255-281.
- Dodd, M. (1932), « For Whom Are Corporate Managers Trustees? », *Harvard Law Review*, vol. 45, n° 7, pp. 1145-1163.
- Dube, A. et Freeman, R. (2010), Complementarity of Shared Compensation and Decision-making Systems: Evidence from the American Labor Market, in : Kruse, D., Freeman, R. et Blasi, J. (eds), *Shared capitalism at work: employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*, NBER, University of Chicago Press.
- Fakhfakh, F. (2004), « The Effect of Profit Sharing and Employee Share Ownership on Quits: Evidence from a French Panel Firms, Employee Participation, Firm Performance and Survival », *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor Managed Firms*, n° 8, pp. 129-147.
- Faleye, O., Mehrotra, V. et Morck, R. (2006), « When Labor Has a Voice in Corporate Governance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, n° 3, pp. 489-510.
- FEAS (2016), *Recensement annuel de l'actionnariat salarié en Europe*, Bruxelles.
- Guedri, Z. et Hollandts, X. (2008), « Beyond Dichotomy: The Curvilinear Impact of Employee Ownership on Firm Economic Performance », *Corporate Governance: an International Review*, vol. 16, n° 5, pp. 460-474.
- Hair, J., Black ,W., Babin, B., Anderson, R. et Tatham, R. (2006), *Multivariate data analysis*, Pearson.
- Hall, P. A. et Soskice, D. (2001), Introduction, in : Hall, P. A. et Soskice, D. (éds.), *Varieties of Capitalism : The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford, pp. 1-68.
- Hart, O. D. (1989), « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm », *Columbia Law Review*, vol. 89, n° 7, pp. 1757-1774.

- Hart, O. D. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford, Oxford University Press
- Jones, D., Kalmi P., et Kauhanen, A. (2006), « Human Resource Management Policy: New Evidence from an Econometric Case Study », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, n° 4, pp. 526-538.
- Jones, D., Kalmi, P., et Kauhanen, A. (2010), « How Does Employee Involvement Stack Up? The Effects of Human Resource Management Policies on Performance in a Retail Firm », *Industrial Relations*, vol. 49, n° 1, pp. 1-21.
- Kaarsemaker, E. (2006), « Employee Ownership and its Consequences: Synthesis-generated Evidence for the Effects of Employee Ownership and Gaps in the Research Literature », York UK, University of York.
- Kaarsemaker, E., et Poustma, E. (2006), « The Fit of Employee Ownership with other Human Resource Management Practices: Theoretical and Empirical Suggestions Regarding the Existence of an Ownership High-Performance Work System », *Economic and Industrial Democracy*, vol. 27, n° 2, pp. 669-685.
- Kaarsemaker, E., Pendleton, A et Poutsma, E. (2010), Employee Share ownership, in : A. Wilkinson, M. Marchington, P. Gollan et D. Lewin, *The Oxford Handbook of Participation in Organisations*, Oxford University Press, Oxford, pp. 315-337.
- Kim, E. et Ouimet, P. (2014), « Broad-based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes », *Journal of Finance*, vol. 69, n° 3, pp. 1273-1319.
- Klein, K. (1987), « Employee Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models », *Journal of Applied Psychology*, vol. 72, n° 2, pp. 319-332.
- Kruse, D. (2002), « Research Evidence on the Prevalence and Effects of Employee Ownership », *Journal of Employee Ownership, Law and Finance*, vol. 14, n° 4, pp. 65-90.
- Kruse, D., Blasi, J. et Freeman, R. (2012), « Does Linking Worker Pay to Firm Performance Help the Best Firms to do Even Better », National bureau of economic research working paper, n° 17745.
- Landier, A., et Thesmar, D. (2007), *Le grand méchant marché, décryptage d'un fantasme français*, Paris, Flammarion.
- Lazear, E. (2000), « Performance Pay and Productivity », *American Economic Review*, vol. 90, n° 5, pp. 1346-1361.
- Marglin, S. A., (1974), « What do Bosses do ? The Origins and Functions of Hierarchy in Capitalist Production », *Review of Radical Political Economics*, vol. 6, n° 2, pp. 60-112.
- Marx, K. (1963 [1867]), *Le capital*, livre 1, réédition, Paris, Gallimard.
- NCEO (2010), données disponibles sur : <http://www.nceo.org/main/article.php/id/52/>
- O'Sullivan, M. (2000), « The Innovative Enterprise and Corporate Governance », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 24, n° 4, pp. 393-416.
- O'Sullivan, M. (2003), « The Political Economy of Comparative Corporate Governance », *Review of International Political Economy*, vol. 10, n° 1, pp. 23-72.
- Pendleton, A. (2001), *Employee Ownership, Participation and Governance: A Study of ESOPs in the UK*, Londres et New York, Routledge
- Pendleton, A. (2010), « Employee Participation in Employee Share Ownership : An Evaluation of the Factors Associated with Participation and Contributions in Save As You Earn Plans », *British Journal of Management*, vol. 21, n° 2, pp. 555-570
- Pierce, J., Rubenfeld, S. et Morgan, S. (1991), « Employee Ownership: a Conceptual Model of Process and Effects », *Academy of Management Review*, vol. 16, n° 1, pp. 121-144.
- Pierce, J., Kostova, T. et Dirks, K. (2003), « The State of Psychological Ownership: integrating and extending a century of research », *Review of General Psychology*, vol. 7, n° 1, pp. 84-107.
- Rajan, R. G. et Zingales, L. (1998), « Power in a Theory of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 2, pp. 387-432.
- Rebérioux, A. et Moore, M. T. (2011), « Unearthing the Institutional Roots of Anglo-American Corporate Governance », *Economy and Society*, vol. 40, n° 1, pp. 84-111.
- Rousseau, D. et Shperling, Z. (2003), « Pieces of the Action: Ownership and the Changing Employment Relationship », *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 4, pp. 553-570.
- Stankiewicz, F. et Léné, A. (2011), *Économie des ressources humaines (Personnel Economics)*, Paris, La Découverte.
- Swamy, P. et Arora, S. (1972), « The Exact Finite Sample Properties of the Estimators of Coefficients in the Error Components Regression Models », *Econometrica*, vol. 40, n° 2, pp. 261-275.

- Tajfel, H., (1982), « Social Psychology of Intergroup Relations », *Annual Review of Psychology*, vol. 13, n° 2, pp. 1-39.
- Vitols, S., (2001), « Varieties of Corporate Governance: Comparing Germany and the UK », in : Hall, P. A. et Soskice, D. (eds), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, Oxford University Press, pp. 337-360.
- Williamson, O. E., (1984), « Corporate Governance », *Yale Law Journal*, vol. 93, n° 7, pp. 1197-1230.
- Williamson, O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, Free Press.
- Wilson, N. et Peel, M. (1991) « The Impact on Absenteeism and Quits of Profit-Sharing and Other Forms of Employee Participation », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 44, n° 3, pp. 454-468.

Annexes

Figure 1 : Historique du cours de l'action (2003-2008)



Tableau 1 : Statistiques descriptives

VARIABLES EXPLIQUEES					
VARIABLES métriques	Moyenne	Minimum	Maximum	Écart-type	Médiane
Performance économique					
Capacité d'autofinancement	3 227,87	-115 335	1 463 223	45 508,19	545
Productivité (CA/Effectif)	205,63	-12,92	8 445	369,07	148,25
VARIABLES EXPLICATIVES					
Nombre d'actionnaires salariés	60,86	1	6 665	208,46	23
Actionnariat salarié en euros	1 011 488	0	1,36e+08	3 955 909	213 166,4
VARIABLES DE CONTROLE					
VARIABLES métriques	Moyenne	Minimum	Maximum	Écart-type	Médiane
Primes d'intéressement annuelles en euros	47 813,82	0	6 916 000	228 697,4	0
Primes de participation annuelles en euros	92 648,84	0	1,43e+07	431 155,7	0
Rémunération brute annuelle en euros	3 199 347	0	1,79e+08	8 054 405	1 271 000
Ancienneté moyenne en années	10,75	0,5	28	4,03	10,60
Effectif	122,30	1	8 897	330,06	51
Nombre de femmes	73,69	0	5 320	216,56	30
Nombre de cadres	18,98	0	1 074	47,24	7
Nombre de contrats à durée déterminé	21,53	0	8 406	267,98	1
VARIABLES dichotomiques	Fréquence		Pourcentage		
Pôle concessions	102		2,82 %		
Pôle routes	864		23,91 %		
Pôle énergie	1 550		42,89 %		
Pôle construction	1 065		29,47 %		
Pôle siège	24		0,66 %		
Pôle immobilier	9		0,25 %		

Tableau 2 : Matrice des corrélations

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1 Capacité d'autofinancement	1,00																		
2 Productivité (CA/Effectif)	-0,12	1,00																	
3 Nombre d'AS	0,84	-0,19	1,00																
4 Montant AS	0,64	-0,06	0,80	1,00															
5 Intéressement	0,57	-0,12	0,74	0,67	1,00														
6 Participation	0,88	-0,09	0,85	0,70	0,61	1,00													
7 Rémunération annuelle	0,11	-0,07	0,50	0,50	0,41	0,39	1,00												
8 Ancienneté moyenne	0,01	0,08	0,01	0,03	0,01	0,01	0,03	1,00											
9 Effectif	0,48	-0,14	0,67	0,54	0,55	0,55	0,62	-0,04	1,00										
10 Nombre de femmes	0,41	-0,13	0,56	0,45	0,46	0,47	0,57	-0,03	0,97	1,00									
11 Nombre de cadres	0,31	-0,09	0,58	0,73	0,52	0,47	0,75	0,01	0,60	0,52	1,00								
12 Nombre de CDD	0,86	-0,14	0,76	0,56	0,50	0,80	0,13	-0,02	0,66	0,61	0,36	1,00							
13 Pôle concessions	0,25	0,35	0,26	0,17	0,14	0,26	0,09	-0,09	0,17	0,09	0,05	0,31	1,00						
14 Pôle routes	-0,02	0,13	0,00	-0,02	-0,04	-0,02	0,06	0,28	0,01	0,04	-0,05	-0,04	-0,09	1,00					
15 Pôle énergie	-0,05	-0,18	-0,10	-0,09	-0,04	-0,08	-0,19	-0,05	-0,15	-0,16	-0,11	-0,06	-0,14	-0,48	1,00				
16 Pôle construction	-0,02	-0,04	0,02	0,05	0,03	0,02	0,12	-0,18	0,10	0,11	0,14	-0,01	-0,12	-0,36	-0,55	1,00			
17 Pôle siège	0,00	-0,02	-0,01	0,05	-0,02	-0,02	0,00	0,08	-0,02	-0,02	0,03	-0,01	-0,02	-0,06	-0,06	-0,05	1,00		
18 Pôle immobilier	0,00	-0,01	-0,01	0,06	0,08	0,03	0,02	-0,04	0,00	0,00	0,05	0,00	-0,01	-0,03	-0,04	-0,03	0,00	1,00	

Tableau 3. Résultats des analyses de régressions sur la performance

	Capacité d'autofinancement		Productivité	
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Variables explicatives				
Nombre d'actionnaires salariés	0.000204** (9.00e-05)			
Actionnariat salarié (euros)		9.81e-09*** (2.95e-09)		
Proportion d'actionnaires salariés			0.00939** (0.00439)	
Actionnariat salarié moyen (euros)				-1.12e-05*** (8.40e-07)
Variables de contrôle				
Primes d'intéressement annuelles (euros)	-5.18e-08 (4.20e-08)	-5.18e-08 (3.97e-08)	1.05e-05 (1.62e-05)	3.00e-05* (1.59e-05)
Primes de participation annuelles (euros)	9.74e-08*** (3.56e-08)	7.77e-08** (3.64e-08)	7.90e-05*** (1.66e-05)	9.22e-05*** (1.62e-05)
Rémunération brute annuelle (euros)	-3.08e-08*** (3.72e-09)	-2.67e-08*** (3.65e-09)	1.51e-06** (7.25e-07)	4.20e-06*** (6.59e-07)
Ancienneté moyenne (années)	0.00123 (0.00182)	0.00125 (0.00183)	-0.0110** (0.00486)	-0.00989** (0.00474)
Nombre de cadres	0.00176*** (0.000276)	0.00120*** (0.000319)	-0.387*** (0.0960)	-0.203** (0.0951)
Nombre de femmes	6.76e-05 (0.000147)	-7.48e-05 (0.000137)	0.0211 (0.0282)	-0.0120 (0.0212)
Nombre de contrats à durée déterminée	-0.000320*** (6.96e-05)	-0.000232*** (6.66e-05)	-0.00336 (0.0328)	-0.0280 (0.0308)
Nombre de salariés	8.52e-05 (0.000105)	0.000180* (9.87e-05)		
Constant	0.120** (0.0563)	0.132** (0.0562)	5.179*** (0.143)	5.108*** (0.140)
Log vraisemblance	-1239.6886	-1236.7264	-3933.636	-3849.2843
Pseudo R2	0.0335	0.0342	0.0757	0.1131
N	3,642	3,642	3,521	3,521
Nombre de filiales	902	902	886	886

Note : Pour les modèles 2 et 3, les variables explicatives sont des moyennes par salarié. Les valeurs absolues de t-test sont indiquées entre parenthèses, * significatif à 10 %, ** significatif à 5 %, *** significatif à 1 %, Par souci de clarté, nous ne reportons pas les résultats obtenus sur les variables contrôlant l'appartenance aux différents pôles de l'entreprise.