

## **Les augmentations de capital réservées aux salariés en France**

### **Employee Equity Issues in French Context**

**Mme Djaoudath ALIDOU**

Maître Assistant des Universités du CAMES - Institut Universitaire de Technologie de  
Parakou - Université de Parakou – Parakou (BENIN)

Membre du Centre de Recherche en Entrepreneuriat et Innovation (CRECI)

Chercheur associé au Centre de Recherche en Gestion des Organisations (CREGO) –  
Université de Bourgogne – IAE - Dijon (FRANCE)

djaoudath@gmail.com

## **Résumé :**

Cet article vise à étudier les déterminants de la décision des entreprises de recourir à une augmentation de capital réservée aux salariés en France. Sur la base d'un échantillon de 110 sociétés non financières cotées de 2005 à 2014 appartenant à l'ex-SBF250, les résultats issus des régressions logistiques permettent de confirmer en partie les prédictions de la théorie positive de l'agence. Les résultats mettent en évidence une influence du cadre légal, de la structure de propriété et de la taille de l'entreprise sur la décision des entreprises de recourir à une augmentation de capital réservée aux salariés.

**Mots clés :** augmentation de capital réservée aux salariés, théorie positive de l'agence, décision, performance, gouvernance.

## **Abstract :**

The objective of this article is to study the determinants of the firms' decision to issue shares reserved to employees. Using a sample of 110 non financial French companies belonging to the ex-SBF250 index (CAC-All-Tradable) covering the period 2005 to 2014, the results partially confirm the predictions of the positive agency theory. We find that the adoption of employee equity issue seems rather influenced by the regulations governing the issuance of these shares, the structure of corporate ownership and the size of the company.

**Key words:** employee equity issue, positive agency theory, decision, performance, corporate governance.

**JEL Classification:** G32; G34

## Introduction

Selon la 7<sup>ème</sup> enquête annuelle sur l'actionnariat salarié (2016)<sup>1</sup>, la contribution des salariés au financement de leur entreprise, à travers les opérations qui leur sont réservées (ACRS), progresse. Avec 3,5 millions de salariés actionnaires en 2014, la France demeure l'un des pays européens les plus actifs en matière d'actionnariat salarié (Association Française de Gestion Financière). Pour Guery et Pendleton (2016), cette contribution financière des salariés a eu l'avantage de renforcer les fonds propres des entreprises françaises leur permettant de mieux faire face aux différentes crises économiques et financières récentes. L'Autorité des Marchés Financiers définit une ACRS comme une émission d'actions nouvelles que seuls les salariés peuvent souscrire. Si ces augmentations de capital font partie intégrante des mécanismes de développement de l'actionnariat salarié (Alidou, 2016 ; Aubert et Rapp, 2010), la recherche en sciences de gestion s'est peu intéressée à ces opérations. C'est plutôt le système d'actionnariat salarié, des *stock-options* ou encore de l'épargne salariale qui a bénéficié d'un intérêt considérable. Or, les ACRS se développent de plus en plus en France. Ce développement a été permis par de nombreux dispositifs législatifs (la loi 86-793 du 2 Juillet 1986 sur les privatisations des entreprises publiques, la loi 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale et la loi 2006-1770 du 30 décembre 2006 sur le développement de la participation et de l'actionnariat salarié). Il s'agit de la troisième forme la plus importante d'augmentation de capital en France sur la période 2005-2014 après les augmentations de capital en numéraire avec appel public à l'épargne et les augmentations de capital par exercice des bons de souscription<sup>2</sup>. Plusieurs travaux théoriques et empiriques ont cherché à expliquer le développement des opérations d'actionnariat salarié principalement sous l'angle de la théorie positive de l'agence. Ces opérations sont alors analysées comme un mécanisme d'alignement des intérêts des salariés et des actionnaires. Deux principales voies de recherche ont été explorées. Il s'agit de la relation entre, d'une part, les opérations d'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise, d'autre part, les opérations d'actionnariat salarié et le système de gouvernance de l'entreprise (Hollandts et Guedri, 2008 ; Benartzi *et al.*, 2007 ; Trébucq, 2004 ; Desbrières, 2002, Blair, 1995). Même si aucune des études ne permet de conclure à un impact négatif des opérations d'actionnariat salarié, les résultats sont

---

<sup>1</sup> Benchmark 2016 réalisé par la Fédération française des Associations d'Actionnaires Salariés et anciens salariés, et Altedia.

<sup>2</sup> Nos propres calculs sur la base des rapports annuels de l'Autorité des Marchés Financiers.

contradictoires et ne permettent pas de conclure de façon tranchée sur la relation avec la performance ou avec le système de gouvernance des entreprises (Kim et Ouimet, 2014 ; Trébucq, 2004).

Face à cette divergence des résultats et au faible intérêt accordé aux ACRS par la littérature, cette recherche se propose de tenir compte d'un acteur externe à l'entreprise dont l'influence est prégnante dans la réalisation des ACRS : l'Etat. En effet, si les ACRS se développent c'est essentiellement par une série de mesures fiscales et sociales introduites et institutionnellement garanties par l'Etat. Ces mesures, fortement incitatives, visent à encourager les entreprises à ouvrir leur capital au personnel et les salariés à orienter et accroître leur investissement en actions. La réussite de ces opérations est donc le résultat de la volonté de l'entreprise d'ouvrir le capital à son personnel et de l'engagement de l'Etat à offrir un cadre légal favorable permettant la mise en place de ces opérations. Pendleton (2001) insiste sur l'importance de tenir compte des intérêts des acteurs impliqués dans les opérations d'actionnariat salarié. Ces opérations sont le résultat des objectifs, des conceptions et des intérêts des acteurs clés impliqués dans leur réalisation et il convient d'en tenir compte pour mieux comprendre ces opérations.

L'objectif visé par cette étude est d'identifier, sous l'angle de la théorie positive de l'agence, les facteurs qui expliquent la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Les résultats obtenus permettent de confirmer l'influence de la politique définie par l'Etat pour la mise en place des ACRS. Les intérêts des actionnaires (et/ou des dirigeants) ont une relative influence sur la mise en place des ACRS. En effet, les entreprises caractérisées par une relative concentration de l'actionnariat sont moins susceptibles d'utiliser l'ACRS en tant que mécanisme de défense contre d'éventuelles prises de contrôle hostiles. Toutefois, dans la continuité des travaux de Toe et al. (2017) et Ginglinger et al. (2011), les résultats ne permettent pas d'établir une relation significative entre la performance et la décision de recourir à une ACRS. En outre, même si la taille de l'entreprise influence positivement la décision d'ouvrir le capital aux salariés, cette augmentation de capital ne constitue pas une source alternative de financement pour les entreprises fortement endettées.

L'article est organisé comme suit. La première section présente une revue de littérature des facteurs explicatifs du recours des entreprises à une ACRS et pose le cadre d'analyse ainsi que les hypothèses de recherche. Une deuxième section présente la méthodologie (l'échantillon, la

période d'analyse, les mesures des variables et la méthode d'estimation). Les statistiques descriptives et les résultats et leur discussion font l'objet d'une dernière section.

## 1. Cadre d'analyse et hypothèses

### 1.1. Déterminants relatifs aux intérêts des actionnaires et/ou des dirigeants

Pour les actionnaires, les ACRS constituent une source de financement stable et fiscalement avantageuse qui renforce les fonds propres de l'entreprise. En effet, le lien étroit entre ces opérations et les dispositifs d'épargne salariale proposés par l'entreprise (intéressement, participation, plan épargne entreprise) permet à l'entreprise de bénéficier d'avantages fiscaux et sociaux qui rendent ce mode de financement attractif. En outre, de par le double statut des salariés actionnaires et le blocage des sommes investies pendant cinq ans au minimum<sup>3</sup>, les ACRS permettent à l'entreprise d'avoir une gestion à plus ou moins long terme des fonds qui sont mis à sa disposition (Mothié, 2008). Contrairement à une augmentation de capital classique, l'ACRS permet ainsi à l'entreprise de lever des capitaux tout en bénéficiant de nombreux avantages : 1) une gestion plus efficace à la discrétion de l'entreprise des fonds bloqués, 2) un signal positif envoyé aux marchés financiers car la participation financière des salariés déjà liés par un contrat de travail à l'entreprise, peut traduire la confiance de ces derniers dans la gestion de l'entreprise, 3) une dilution moins importante du capital en raison de la faible part de capital offerte aux salariés actionnaires, 4) une opération financière favorisant une incitation des salariés à la maximisation de la création de valeur en faisant dépendre une partie de leur patrimoine de la valeur de l'entreprise. Par conséquent, nous supposons que les entreprises qui génèrent peu de ressources internes en comparaison à ce qui est nécessaire pour leur fonctionnement, sont celles qui ouvrent davantage leur capital aux salariés (Ittner et al., 2003 ; Core et Guay, 2001).

*H1 : les entreprises financièrement contraintes sont celles qui décident de recourir à une ACRS.*

Les ACRS constituent également un outil permettant d'accroître la motivation et l'implication des salariés afin de stimuler leurs efforts pour un accroissement de la valeur de l'entreprise (Pendleton, 2006 ; Oyer et Schaefer, 2005). Ces opérations serviraient ainsi à attirer de nouveaux salariés et à fidéliser les anciens. Ceci permettrait à l'entreprise de saisir les

---

<sup>3</sup> Sauf cas de déblocage anticipé (licenciement, mariage, etc.).

opportunités d'investissement, source de création de valeur. En offrant une rémunération fiscalement avantageuse et une occasion de participer à la gestion de l'entreprise, les ACRS permettraient aux entreprises caractérisées par d'importantes opportunités d'investissement, d'attirer et de retenir les salariés disposant de compétences clés nécessaires à la réalisation de ces opportunités d'investissement (Ittner et *al.*, 2003 ; Core et Guay, 2001). En investissant en capital humain spécifique, donc difficilement redéployable, la participation à une ACRS constitue un moyen de rémunérer les salariés pour le risque ainsi supporté (Blair, 1995). Ceci les inciterait à maintenir la stabilité de la relation avec l'entreprise.

*H2 : le niveau des opportunités d'investissement est positivement corrélé à la décision de recourir à une ACRS.*

Par ailleurs, les ACRS peuvent permettre aux entreprises de se protéger contre d'éventuelles prises de contrôle hostile et aux actionnaires de se procurer une prime d'offre plus élevée (Rauh, 2006 ; Chaplinsky et Niehaus, 1994 ; Stulz, 1988). 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 salariés actionnaires 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 prises de contrôle hostiles (Beatty, 1995 ; Chang et Mayers, 1992). Les salariés actionnaires courant le risque de voir leur contrat rompu en cas de succès de la prise de contrôle, renonceraient à apporter leurs actions à l'offre publique d'acquisition (OPA). L'analyse de la structure de propriété mesurée par le pourcentage de capital détenu par les différents actionnaires permet d'émettre une hypothèse quant à la probabilité pour une firme d'être la cible d'une offre publique d'acquisition. A cet effet, nous estimons que le degré de concentration de la structure de propriété, permet d'identifier la probabilité pour l'entreprise de faire l'objet d'une prise de contrôle hostile. Pour un groupe d'actionnaires détenant une part significative du capital de l'entreprise, l'incitation à investir dans le contrôle du management est plus élevée car ils s'approprieraient une part non négligeable des bénéfices qui en seront issus. La concentration de la propriété traduit un contrôle plus efficace du management (Agrawal et Knoeber, 1996), réduisant la probabilité d'être cible d'une OPA hostile et celle de recourir à une ACRS en tant que mécanisme de défense (Trébucq, 2002).

*H3 : le niveau de concentration de l'actionnariat est négativement lié à la décision de recourir à une ACRS.*

Si l'ACRS peut constituer un moyen pour les dirigeants des sociétés endettées de bénéficier d'une source de capital disponible (Kruse, 1996), ce mode alternatif de financement constituerait un moyen pour les dirigeants de se soustraire du contrôle que les créanciers pourraient exercer. Ceci favoriserait une réduction des conflits qui existent entre les actionnaires et les créanciers. En effet, selon De Romanet (2008) « *les représentants des salariés actionnaires sont présents au conseil d'administration et peuvent éviter que de trop grands risques soient pris par le management* ». Le risque que supportent les salariés actionnaires en investissant en capital humain et financier, accroît la confiance des créanciers dans la gestion de l'entreprise.

*H4 : le niveau d'endettement est positivement corrélé à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.*

Les ACRS sont également un moyen pour l'entreprise d'associer les salariés à sa performance. Les salariés étant à l'initiative de la performance, leur accorder une partie du capital est un moyen de les inciter à accroître leurs efforts pour le maintien et l'accroissement de cette performance. Les avantages fiscaux et sociaux qui sont attachés à cette opération y contribuent fortement. Selon O'Boyle et al. (2016), l'actionnariat salarié est susceptible d'avoir un effet légèrement positif sur la performance même si pour Kim et Patel (2017), le contexte (pays, secteur, entreprise, temps) a une influence prépondérante sur la relation observée. Bergman et Jenter (2007) montrent que les salariés restent excessivement optimistes sur la performance passée de leur entreprise ce qui les incite à investir en actions. La performance constitue un indicateur de la situation financière de l'entreprise, de la bonne gestion de l'entreprise par les dirigeants et de la rentabilité potentielle des capitaux que les salariés sont amenés à investir (Poulain-Rehm, 2004 et 2007 ; Blasi et al., 1996). Ainsi, une entreprise ayant réalisé une bonne performance peut facilement rétribuer les salariés en leur ouvrant le capital. A l'inverse, nous supposons qu'une entreprise ayant réalisé de mauvaises performances aura des difficultés à inciter les salariés à participer à une ACRS.

*H5 : la performance est positivement liée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.*

## 1.2. Déterminants relatifs à la politique de l'Etat

La décision des dirigeants de recourir à une ACRS reste contrainte par le contexte légal. Dans un rapport sur la participation financière des salariés<sup>4</sup>, Pendleton et Poutsma (2004) précisent que les gouvernements jouent, à des degrés divers, un rôle pivot en matière de participation financière. Ce rôle influence potentiellement l'ampleur, les pratiques et les caractéristiques de ce dispositif au sein des entreprises. Ainsi, les auteurs soulignent l'importance d'identifier le rôle de cet acteur afin de mieux comprendre les spécificités en matière de participation financière. En soutenant le développement des opérations d'actionnariat salarié à travers des dispositifs législatifs favorables, il convient de tenir compte de l'influence de la politique de l'Etat à l'égard des ACRS pour expliquer la décision des entreprises de recourir à ces opérations. Au nombre des dispositifs (lois, décrets, ...) prévus par l'Etat on retient principalement la loi sur l'épargne salariale du 19 février 2001. Cette loi stipule que lors de toute décision d'augmentation de capital en numéraire, une assemblée générale extraordinaire doit se prononcer sur un projet de résolution tendant à réaliser une ACRS. Par conséquent, nous supposons que la mise en place par les entreprises d'une augmentation de capital classique les incite à en réserver une part à leurs salariés.

*H6 : la mise en place d'une augmentation de capital classique est positivement liée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.*

Cette même loi du 19 février 2001 stipule que l'assemblée générale extraordinaire doit se prononcer également tous les trois ans sur un projet de résolution tendant à mettre en place une ACRS lorsque le pourcentage de capital détenu par les salariés est inférieur à 3%. Certains auteurs, comme Faleye et *al.* (2006), voient dans l'augmentation de la part de capital détenue par les salariés, un outil d'enracinement des dirigeants. Un accroissement de la part de capital détenue par les salariés actionnaires devraient rendre inefficace le système de gouvernance. Dans cette étude et conformément aux dispositions prévues par la loi du 19 février 2001, nous supposons que le pourcentage de capital détenu par les salariés inciterait les entreprises à leur ouvrir davantage le capital.

---

<sup>4</sup> Ce concept est considéré ici par les auteurs, dans son sens le plus large à savoir l'intéressement, l'actionnariat salarié et les *stock-options* (Pendleton et Poutsma, 2004).

*H7 : la part de capital détenue par les salariés est positivement liée la décision des entreprises de recourir à une ACRS.*

Dans notre étude, nous considérons deux variables de contrôle susceptibles d'influencer la décision des entreprises de mettre en place une ACRS. Il s'agit de la taille de l'entreprise et du secteur d'activité. La prise en compte de la taille en tant que variable de contrôle permet d'apporter une explication complémentaire à la décision des entreprises de recourir à une ACRS. En effet, selon les arguments de la théorie positive de l'agence, les entreprises de plus grande taille sont supposées être confrontées à des problèmes d'asymétrie d'information et donc de coûts d'agence plus importants que les entreprises de plus petite taille (Jensen et Meckling, 1976). L'enjeu de mettre en place une ACRS pour fédérer les salariés autour d'objectifs communs et réduire les coûts d'agence prend donc son importance au sein des structures de plus grande taille. De surcroît, cette opération contribuerait à l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires et permettrait de réduire les coûts de contrôle (Pendleton, 2006 ; Kroumova et Sasil, 2006 ; Sasil et *al.*, 2002).

La prise en compte des effets de l'appartenance à un secteur d'activité s'avère importante pour une meilleure compréhension des comportements financiers des entreprises. Les entreprises appartenant à un même secteur d'activité sont supposées soumises au même environnement et aux mêmes contraintes en matière d'investissement et de financement. La nature du secteur d'activité permet d'estimer l'intensité en capital humain des entreprises. A ce titre, dans les secteurs de haute technologie comme les biotechnologies, les technologies de l'information et de la communication où le capital humain est un actif central, les entreprises doivent inciter les salariés à investir en capital humain spécifique. L'ACRS serait un moyen d'attirer et de fidéliser les salariés détenant les compétences nécessaires à la réalisation des projets de l'entreprise tout en les rémunérant pour le risque supporté (Oyer et Schaefer, 2005 ; Ittner et *al.*, 2003).

## 2. Méthodologie de recherche

### 2.1. Echantillon, période d'analyse et opérationnalisation des variables

L'échantillon de départ est constitué de l'ensemble des sociétés cotées composant l'ex-indice SBF250 (CAC-All-Tradable) durant la période 2005-2014. Sur la base de cet échantillon initial, nous avons retiré les entreprises qui ne sont pas françaises, les entreprises du secteur banque finance et assurance, celles qui n'ont pas été présentes dans l'indice sur l'ensemble de la période d'étude et, enfin, celles pour lesquelles nous ne disposons pas de toutes les données sur la période d'étude. Notre échantillon final d'étude comporte ainsi 110 sociétés françaises non financières soit 1 083 firmes-années. Suivant la classification sectorielle (ICB), le tableau 1 montre que la majorité des entreprises de l'échantillon appartiennent au secteur industriel (30%) suivi du secteur des biens de consommation (20%), du secteur des services aux consommateurs (18,18%), puis du secteur technologique (17,27%).

**Tableau 1 : Répartition sectorielle des entreprises de l'échantillon**

SECT	Dénomination	Fréquence	Pourcentage
1	Pétrole et Gaz	4	3,64
2	Matériaux de base	4	3,64
3	Industrie	33	30,00
4	Biens de consommation	22	20,00
5	Santé	8	7,27
6	Services aux consommateurs	20	18,18
7	Technologie	19	17,27
Total		110	100

Source : Elaboré par l'auteur

La variable à expliquer est la décision des entreprises de recourir à une ACRS (DACRS). Il s'agit d'une variable dichotomique. Elle prend la valeur 1, s'il y a une décision de l'entreprise  $i$  en année  $t$  de recourir à une ACRS et 0, sinon. Pour construire cette variable, nous avons tenu compte de la décision du conseil d'administration ou du directoire de recourir à une ACRS car elle est suivie d'une mise en place effective de l'opération. La variable à expliquer a été construite à partir de trois sources : les documents relatifs aux ACRS disponibles auprès de l'Autorité des Marchés Financiers, les notices d'Euronext sur les opérations réalisées par les entreprises sur le marché boursier et les rapports annuels des entreprises.

En ce qui concerne les variables explicatives et les variables de contrôle, les données ont été toutes collectées de la base de données Datastream et leurs mesures sont ci-dessous résumées :

**\*Contraintes de financement (CF)** : Pour mesurer les contraintes de financement, nous retenons le rapport entre la capacité d'autofinancement dégagée par l'entreprise et le total de son actif. La capacité d'autofinancement est un flux traduisant la capacité de l'entreprise à générer une ressource interne lui permettant de financer ses projets, verser des dividendes ou rembourser des emprunts. Il peut être à l'origine de création de valeur s'il est réinvesti dans des projets rentables.

**\*Opportunités d'investissement (MTB)** : Les travaux empiriques sur l'actionnariat salarié ont fait état de mesures très diverses en ce qui concerne les opportunités d'investissement (Frye, 2004 ; Core et Guay, 2001). A l'instar de Kroumova et Sesil (2006), nous retenons le ratio market-to-book comme mesure des opportunités d'investissement. Ce ratio s'évalue en rapportant la valeur de marché à la valeur comptable des capitaux propres.

**\*Structure de propriété (CONC)** : Nous avons supposé une relation négative entre la concentration de propriété et la mise en place d'une ACRS en tant que mécanisme anti-OPA. Pour opérationnaliser la concentration du capital nous avons calculé un indice de concentration. Il est basé sur l'indice de *Herfindahl-Hirschmann* (IHH) utilisé pour mesurer la concentration du marché. La formule de calcul de cet indice est le suivant :

$$IHH = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

Si est le pourcentage de capital détenu par un actionnaire et n est le nombre d'actionnaires. L'IHH varie entre 1/n et 1 et l'actionnariat est considéré comme concentré quand on se rapproche de 1.

**\*Ratio d'endettement (ENDET)** : Il s'agit du rapport entre l'endettement financier net et les capitaux propres. L'endettement financier net correspond à la somme des dettes financières à court et à long terme moins la trésorerie (disponibilités et valeurs mobilières de placement).

**\*Performance (ROE)** : A l'instar de Pugh et al. (2000), la mesure retenue pour la performance est le taux de rentabilité des capitaux propres – Return on Equity (ROE). Il s'agit du rapport entre le résultat net et les capitaux propres. Ce taux mesure la rentabilité pour les actionnaires.

**\*Mise en place d'une augmentation de capital (AUGM)** : En référence à la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, nous avons supposé que les entreprises mettant en place une augmentation de capital classique devraient, par la même occasion, décider de réserver une partie des actions à leurs salariés. Cette variable est dichotomique et prend la valeur 1 si la décision de mettre en place une ACRS coïncide avec la mise en place d'une augmentation de capital classique et la valeur 0 sinon.

**\*Part de capital détenue par les salariés (ACTSAL)** : il s'agit du pourcentage de capital détenu par les salariés.

**\*Taille (EFF)** : La taille de l'entreprise est mesurée comme dans les études d'Ittner et al. (2003) et Core et Guay (2001) par le logarithme de l'effectif total.

**\*Secteur d'activité (SECT)** : Dans notre étude, nous considérons sept secteurs suivant la classification sectorielle internationale ICB1. Nous avons décomposé cette variable en sept variables binaires traduisant le code sectoriel de chacune des entreprises. La valeur 1 est attribuée à chaque entreprise relevant de l'industrie considérée tandis que la valeur 0 indique l'appartenance à une autre industrie.

**Tableau 2 : Récapitulatif des hypothèses et des mesures des variables explicatives**

Déterminants	Hypothèses	Mesures
Contraintes de financement (CF)	(H1) : les entreprises contraintes financièrement sont celles qui décident de recourir à une ACRS.	$CF = \frac{\text{Capacité d'autofinancement}}{\text{Total actif}}$
Opportunités d'investissement (MTB)	(H2) : le niveau des opportunités d'investissement est positivement lié à la décision de recourir à une ACRS.	$MTB = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}}$
Structure de propriété (CONC)	(H3) : le niveau de concentration de l'actionnariat est négativement lié à la décision de recourir à une ACRS.	$IHH = \sum_{i=1}^n s_i^2$ où $n$ est le nombre d'actionnaires et $s$ la part de capital détenue par chaque actionnaire.
Contrôle des Créanciers (ENDET)	(H4) : le niveau d'endettement est positivement lié à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.	$ENDETT = \frac{\text{Endettement financier net}}{\text{Capitaux propres}}$

Performance (ROE)	(H5) : La performance est positivement corrélée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.	$ROE = \frac{\text{Résultat net après impôt}}{\text{Capitaux propres}}$
Augmentation de capital classique (AUGM)	(H6) : la mise en place d'une augmentation de capital classique est positivement liée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.	Variable binaire prenant la valeur 1 si la décision de recourir à une ACRS est prise simultanément avec la mise en place d'une augmentation de capital classique et 0 sinon.
Part de capital détenue par les salariés (ACTSAL)	(H7) : la part de capital détenue par les salariés est positivement liée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.	Pourcentage de capital détenu par les salariés actionnaires.
Taille (EFF)	(H8) : la taille est positivement liée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS.	Logarithme de l'effectif total.
Secteur d'activité (SECT)	(H9) : la nature du secteur d'activité est liée à la décision des entreprises de recourir à une ACRS	Classification sectorielle ICB1.

Source : Elaboré par l'auteur.

## 2.2. Méthode d'estimation

Pour tester les relations entre la décision des entreprises de recourir à une ACRS et les variables explicatives ci-dessus abordées, nous avons eu recours à l'économétrie des données de panel. Afin d'avoir une meilleure représentation de la dynamique des comportements des entreprises et de tenir compte de leur éventuelle hétérogénéité, les données de panel, de par leur double dimension individuelle (les individus diffèrent les uns des autres) et temporelle (la situation de chaque individu varie d'une période à l'autre) se révèlent plus adaptées (Cameron et Trivedi, 2009). Nous avons conduit nos tests sur un panel non cylindré et le logiciel Stata 11 a été utilisé. La variable à expliquer étant une variable dichotomique, nous procédons à des régressions logistiques. Nos estimations utilisent la méthode du *cluster-robust-standard errors* (Petersen, 2009). Ceci revient à supposer que les erreurs d'une même firme peuvent être corrélées mais pas forcément les données d'une firme à une autre. Nous avons créé une nouvelle variable Entreprise qui est la variable cluster permettant de donner la valeur 1 à toutes les observations de la firme 1, la valeur 2 à toutes les observations de la firme 2, etc. Concrètement, nous estimons le modèle économétrique suivant :

$$DACRS_{it} = \alpha + \beta_{it}CF + \beta_{it}MTB + \beta_{it}CONC + \beta_{it}ENDET + \beta_{it}ROE + \beta_{it}AUGM + \beta_{it}ACTSAL + \beta_{it}EFF + \beta_{it}SECT + \varepsilon_{it}$$

## 3. Résultats

### 3.1. Statistiques descriptives et matrice de corrélation

Le tableau 3 porte sur les statistiques descriptives de la variable à expliquer. Notre échantillon est composé de 1 083 firmes-années parmi lesquelles uniquement 16% décident de mettre en place une ACRS. Sur l'échantillon des 110 entreprises, 49 entreprises ont ainsi au moins une fois eu recours à une ACRS durant la période d'étude.

**Tableau 3 : Décision des entreprises de recourir à une ACRS « DACRS »**

DACRS	Fréquence	Pourcentage
0	910	84,03
1	173	15,97
Total	1083	100

Source : Elaboré par l'auteur sur la base des résultats des estimations.

Le tableau 4 présente les statistiques descriptives relatives aux variables explicatives continues. Les sociétés étudiées ont en moyenne un ratio associé à la capacité d'autofinancement (CF) égal à 0,08 et sont fortement endettées. Le ratio d'endettement net moyen (ENDET) avoisine les 85%. Les entreprises présentent un niveau moyen de 2,93 pour les opportunités d'investissement (OPINV) avec une valeur minimum de -10,05 et un maximum de 32,63. Elles sont également caractérisées par un actionnariat relativement concentré, ce qui peut expliquer le plus faible pourcentage des entreprises qui ont eu recours au moins une fois à une ACRS par rapport à celles qui n'y ont pas eu recours (tableau 3). La part de capital détenue par les salariés avoisine les 2% avec un minimum de 0 et un maximum de 25,7%. Enfin, les entreprises de l'échantillon disposent d'une taille moyenne de 36 207 salariés.

**Tableau 4 : Statistiques descriptives des variables continues**

Variables	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum	Observations
CF	0,083	0,064	-0,062	0,450	N = 1083
MTB	2,925	3,092	-10,05	32,63	N = 1083
CONC	0,354	1,127	0,010	37	N = 1083
ENDET	85,010	95,153	-259	965	N = 1083
ROE	8,223	58,587	-1101,8	704,75	N = 1083
ACTSAL	2,017	3,762	0	25,7	N = 1083
EFF	36 206,91	65 939,31	47	490042	N = 1083

Source : Elaboré par l'auteur sur la base des résultats des estimations.

Le tableau 5 montre que 59% des entreprises ayant mis au moins une fois en place une ACRS, ont réalisé cette opération parallèlement à une augmentation de capital classique. Ce qui semble traduire le respect par les entreprises des dispositions légales prévues par l'Etat dans le cadre de la mise en place des ACRS.

**Tableau 5 : Statistiques descriptives de la variable explicative « AUGM »**

<b>AUGM</b>	<b>Fréquence</b>	<b>Pourcentage</b>
0	932	86.06
1	151	13.94
<b>Total</b>	<b>1083</b>	<b>100</b>

Source : Elaboré par l'auteur sur la base des résultats des estimations.

Afin d'examiner le degré de corrélation entre les variables explicatives, nous avons déterminé la matrice de corrélation (tableau 6). Cette dernière montre que le degré de corrélation entre les variables n'est pas très élevé. Nous avons par ailleurs déterminé le VIF (Variance Inflation Factor) qui évalue à quel degré la multicolinéarité est un problème pour chacune des variables indépendantes. Le VIF calculé sur nos variables est en moyenne de 3,08 ; le seuil de 4 étant souvent admis dans la littérature (O'Brien, 2007). Par conséquent, nous décidons de retirer des régressions les variables présentant un VIF supérieur à 4 à savoir les variables SECT3, SECT4, SECT6 et SECT7.

**Tableau 6 : Matrice de corrélation**

	DACRS	CF	MTB	CONC	ENDET	ROE	AUGM	ACTSAL	EFF	SECT 1	SECT 2	SECT 3	SECT 4	SECT 5	SECT 6	SECT 7
<b>DACRS</b>	1															
<b>CF</b>	-0,08***	1														
<b>MTB</b>	0,01	0,17***	1													
<b>CONC</b>	-0,04	0,03	-0,02	1												
<b>ENDET</b>	0,10***	-0,18***	0,02	-0,03	1											

<b>ROE</b>	-0,04	0,20***	0,09***	-0,01	-0,04	1												
<b>AUGM</b>	0,14***	-0,09***	0,05*	-0,02	0,10***	-0,05*	1											
<b>ACTSAL</b>	0,22***	-0,12***	-0,07**	-0,05	0,14***	0,00	-0,00	1										
<b>EFF</b>	0,24***	-0,18***	-0,10***	-0,08***	0,28***	-0,07**	0,15***	0,21***	1									
<b>SECT1</b>	0,03	0,03	-0,05*	-0,03	0,03	0,01	0,08*	-0,01	0,05	1								
<b>SECT 2</b>	-0,02	0,02	-0,09***	-0,00	-0,08***	-0,08***	-0,02	-0,04	0,01	-0,04	1							
<b>SECT 3</b>	0,05*	-0,10***	-0,10***	-0,00	0,14***	-0,04	-0,06**	0,21***	0,04	-	-	1						
										0,13***	0,13***							
<b>SECT 4</b>	-0,11***	0,03	0,02	-0,01	0,01	0,03	-0,11***	-0,16***	-0,00	-0,1***	-0,1***	-	1					
												0,33***						
<b>SECT 5</b>	0,01	0,15***	0,01	-0,01	-0,11	0,02	-0,02	0,03	-	-0,05*	-0,05*	-	-	1				
									0,14***			0,18***	0,14***					
<b>SECT 6</b>	-0,02	-0,02	-0,05*	-0,00	0,00	0,00	0,15***	-0,04	0,20***	-	-	-	-	-	1			
										0,08***	0,08***	0,28***	0,21***	0,11***				
<b>SECT 7</b>	0,01	0,00	0,24***	0,04	-0,09***	0,03	0,05	-0,02	-	-	-	-	-	-	-	1		
									0,20***	0,09***	0,09***	0,30***	0,23***	0,12***	0,20***			
<b>VIF</b>	----	<b>1,16</b>	<b>1,13</b>	<b>1,01</b>	<b>1,16</b>	<b>1,06</b>	<b>1,08</b>	<b>1,15</b>	<b>1,28</b>	<b>2,38</b>	<b>2,37</b>	<b>9,08</b>	<b>7,14</b>	<b>3,54</b>	<b>5,97</b>	<b>6,72</b>		

\*\*\*, \*\*, \* Coefficients significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

Source : Elaboré par l'auteur sur la base des résultats des estimations.

### 3.2. Résultats du modèle

Le tableau 7 présente les résultats de notre modèle. Les résultats trouvés révèlent que la relation entre le niveau des contraintes de financement (CF) et la décision des entreprises de recourir à une ACRS est statistiquement non significative. Notre résultat ne confirme pas celui de Borstadt et Zwirlein (1995) qui trouvent que certaines entreprises adoptent les opérations d'actionnariat salarié en situation de détresse financière. Ce résultat tendrait à justifier, au vu de la faible part de capital que peuvent parfois détenir les salariés actionnaires, l'utilisation des ACRS en tant qu'outil de gestion des ressources humaines plutôt qu'en tant qu'instrument de financement. En effet, selon le baromètre des tendances de l'actionnariat salarié (2010)<sup>5</sup>, parmi les 88% d'entreprises ayant déclaré encourager l'actionnariat salarié, 91% le font afin de renforcer le sentiment d'appartenance des salariés à l'entreprise, 63% y voient un vecteur d'accroissement de la motivation et de l'engagement des salariés et 59% veulent faire bénéficier les salariés de l'avantage financier procuré par la participation au capital. Notre hypothèse H1 n'est pas validée.

**Tableau 7 : Résultats du modèle**

DACRS	Robust Standard					[95% Conf. Interval]	
	Coefficient	Error	z	P> z			
CF	-0,9802	1,7086	-0,57	0,566	-4,329	3,369	
MTB	0,0267	0,0363	0,73	0,462	-0,044	0,978	
CONC	<b>-2,8370 **</b>	1,4242	-1,99	0,04	-5,628	-0,045	
ENDET	0,0003	0,0012	0,26	0,797	-0,002	0,003	
ROE	-0,0011	0,0009	-1,22	0,223	-0,003	0,001	
AUGM	<b>0,7743 **</b>	0,3453	2,24	0,025	0,097	1,451	
ACTSAL	0,0860	0,0544	1,58	0,114	-0,021	0,192	
EFF	<b>0,7251**</b>	0,2955	2,45	0,014	0,146	1,304	
SECT1	0,1136	0,5367	0,21	0,832	-0,938	1,165	
SECT2	0,1259	0,6138	0,21	0,838	-1,077	1,329	
SECT5	0,5917	0,7634	0,77	0,438	-0,905	2,088	
CONS	-4,285	1,457	-2,94	0,003	-7,141	-1,429	

Nombre d'observations : 1 083  
 Wald chi2(11) = 61.27  
 Prob > chi2 = 0.0000  
 Log pseudolikelihood = -409.71463  
 Pseudo R<sup>2</sup> = 0.1387

\*\*\*, \*\*, \* Coefficients significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

Source : Elaboré par l'auteur sur la base des résultats des estimations.

<sup>5</sup> L'étude porte sur un échantillon de 56 grandes entreprises dont 56% appartiennent au CAC40.

Nous ne confirmons pas non plus la relation entre les opportunités d'investissement (MTB) et la décision de recourir à une ACRS. Le coefficient n'est pas statistiquement significatif. Ce résultat est en contradiction avec ceux des études antérieures de Core et Guay (2001) et d'Ittner et al. (2003). Pour ces auteurs, la participation des salariés au capital serait un moyen d'attirer et de retenir les salariés détenant les compétences clés afin de les inciter à exploiter les opportunités d'investissement. La probabilité de recourir aux opérations d'actionnariat salarié augmenterait avec les opportunités d'investissement (Core et Guay, 2001). Toutes choses égales par ailleurs, cet effet positif mais non significatif mis en évidence par cette recherche peut, entre autres, s'expliquer par le fait que l'importance des opportunités d'investissement aurait plutôt tendance à exacerber les conflits d'intérêt puisque la valeur de l'entreprise correspond à la valeur actualisée de ses projets futurs (Smith, 1991). De par l'investissement en capital humain réalisé par les salariés, ces derniers seraient peu enclins à investir de nouveau en actions. Notre hypothèse H2 n'est pas validée.

La structure de propriété a pour objectif d'identifier la probabilité pour une entreprise d'être la cible d'une prise de contrôle hostile. Dans ce cas, l'ACRS serait utilisée comme un outil potentiel de défense contre d'éventuelles prises de contrôle hostiles. L'indice de concentration Herfindahl utilisé (IHH) nous a permis d'évaluer le degré de concentration de l'actionnariat des entreprises. Les entreprises de notre échantillon ont une structure de propriété relativement concentrée (0,38) et on observe une relation négative statistiquement significative au seuil de 5% entre cette variable et la décision de recourir à une ACRS. Toutes choses égales par ailleurs, les entreprises à actionnariat relativement concentré semblent moins faire l'objet d'une prise de contrôle hostile du fait d'un contrôle supposé plus étroit des dirigeants (Chang, 1990). En conséquence, l'intérêt de recourir à une ACRS en tant qu'outil anti-OPA se trouve réduit. Notre hypothèse H3 est validée.

Le ratio d'endettement net a une relation non significative avec la variable à expliquer. En moyenne les entreprises de l'échantillon ont un taux d'endettement de 85%. Nous avons supposé que les entreprises ayant un niveau d'endettement élevé devraient recourir aux ACRS afin de disposer d'une source de capital alternative permettant de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers. Nous ne validons pas l'hypothèse H4. Ce résultat ne

soutient pas non plus celui obtenu par Kruse (1996) qui considère la participation financière des entreprises comme une source alternative de financement pour les entreprises endettées.

Nous avons également supposé que l'ACRS permettrait aux entreprises de partager la performance de leur entreprise avec les salariés. De surcroît, ce serait un moyen d'inciter les salariés à accroître leurs efforts afin de maintenir et relever ce niveau de performance. Les résultats trouvés ne permettent pas d'établir une relation statistiquement significative entre la performance et la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Ils sont conformes aux conclusions issues de la revue de la littérature quant au rôle ambigu de l'impact de cette variable sur les opérations d'actionnariat salarié (Trébucq, 2004). Toe et al. (2017) soulignent un impact négatif de l'actionnariat salarié significatif sur la performance des entreprises. Ces résultats semblent démontrer 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. Selon O'Boyle et al. (2016) en soulignant un faible effet positif de l'actionnariat salarié sur la performance en raison des éléments liés au contexte. C'est également la conclusion de Kim et Patel (2017). Sur la base d'un échantillon de 31 pays européens (dont la France) et 1797 entreprises (de 2006 à 2014), ces auteurs 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. Notre hypothèse H5 n'est donc pas validée.

Enfin, les résultats confirment partiellement l'influence de la politique de l'Etat sur la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Les ACRS sont en majorité proposées en même temps qu'une augmentation de capital classique. La relation entre ces deux variables est statistiquement significative au seuil de 5%. Notre hypothèse H6 est validée. En revanche, les résultats mettent en évidence une relation positive non significative entre la part de capital détenue par les salariés actionnaires et la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Cette absence de relation significative peut s'expliquer par l'argument qui consiste à considérer l'augmentation de la part de capital détenue par les salariés comme un moyen pour les dirigeants de chercher à s'enraciner (Rauh, 2006 ; Pagano et Volpin, 2005). Un accroissement de la part de capital détenue par les salariés devraient ainsi rendre inefficace le

système de gouvernance (Kim et Ouimet, 2014 ; Cronqvist et *al.* 2009 ; Faleye et al., 2006). L'hypothèse H7 n'est pas validée.

Au niveau des variables de contrôle, les résultats mettent en évidence une relation positive significative au seuil de 5% entre la taille et la décision des entreprises de recourir à une ACRS. Ce résultat est conforme à ceux trouvés par les travaux antérieurs. Pour la deuxième variable de contrôle liée à la nature du secteur d'activité huit industries ont été identifiées suivant la classification ICB1 d'Euronext. Les résultats ne permettent pas d'établir une relation entre les variables liées au secteur d'activité et la décision de recourir à une ACRS. Les résultats trouvés sont non significatifs. Le faible nombre d'entreprises appartenant aux secteurs retenus dans le modèle peut être à l'origine de ces résultats non significatifs.

## Conclusion

Cette étude a cherché à vérifier si la décision des entreprises de recourir à une ACRS résulte de la prise en compte par les dirigeants des intérêts des actionnaires et de la politique de l'Etat. Sur la base d'une revue de la littérature portant sur les opérations d'actionnariat salarié, nous avons identifié des facteurs susceptibles d'expliquer ce choix financier des entreprises d'ouvrir le capital à leur personnel. Dans l'ensemble, notre étude permet de valider partiellement les prédictions de la théorie positive de l'agence. Nous confirmons une influence de la politique de l'Etat concernant les ACRS sur la décision des entreprises de recourir à ces opérations. La variable liée à la mise en place d'une augmentation de capital classique influence positivement la décision. Quant aux intérêts des actionnaires (et/ou des dirigeants), ils apparaissent partiellement influencer la décision des entreprises de recourir à une ACRS. En effet, l'étude révèle que le niveau de concentration de l'actionnariat a une influence négative sur la décision des entreprises d'ouvrir le capital aux salariés. Les entreprises à actionnariat concentré n'ont ainsi pas besoin d'utiliser les ACRS en tant que mécanisme de défense contre les OPA. Nous n'identifions, enfin, aucune relation entre les opportunités d'investissement, les contraintes de financement, le niveau d'endettement, la performance et la décision de recourir à une ACRS. Enfin, la taille de l'entreprise apparaît jouer un rôle significatif sur la décision des entreprises de recourir à une ACRS.

Cette étude interroge sur l'effet global de la contribution des salariés au financement de leurs entreprises. Ces dernières sont-elles disposées à mobiliser sur le long terme les capitaux auprès des salariés ? Comment s'assurer que ces ACRS, en plus d'être un outil de

financement des entreprises, puissent constituer un pilier fort et stable de politique de motivation des salariés ?

### **Références bibliographiques :**

Agrawal, A. & Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholder. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377-397.

Alidou, D. (2016). Augmentation de Capital Réservée aux Salariés et Asymétrie d'Information. *Revue Camerounaise de Management*, 31, 69-82.

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. & Rapp, T. (2010). Employees' Investment Behavior in a Company Based Savings Plan. *Finance*, 31 (1), 5-32.

Beatty, A. (1995). The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans. *Journal of Financial Economics*, 38 (2), 211-240.

Benartzi, S., Thaler, R., Utkus, S. & Sunstein, C. (2007). The law and economics of company stock in 401(k) plans. *The Journal of Law and Economics*, 50 (1), 45-79.

Bergman, N.K. & Jenter, D. (2007). Employee sentiment and stock option compensation. *Journal of Financial Economics*, 84 (3), 667-712.

Blair, M. (1995), *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, The Brookings Institution Press.

Blasi, J., Conte, M. & Kruse, D. (1996). Employee stock ownership and corporate performance among public companies. *Industrial and Labor Relations Review*, 50 (1), 60-79.

Borstadt, L. & Zwirlein, T. (1995). ESOPs in publicly held companies: Evidence on productivity and firm performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 8, 1-13.

Cameron, C., Trivedi, A. & Pravin K. (2009). *Microeconometrics using Stata*, Stata Press.

Chang, S. (1990). Employee stock ownership plans and shareholder wealth: an empirical investigation. *Financial Management*, 19 (1), 48-58.

Chang, S. & Mayers, D. (1992). Managerial vote ownership and shareholder wealth: evidence from employee stock ownership plans. *Journal of Financial Economics*, 32 (1), 103-131.

Chaplinsky, S. & Niehaus, G. (1994). The role of ESOPs in takeover contests. *The Journal of Finance*, 49 (4), 1451-1470.

Core, J. & Guay, W. (2001). Stock option plans for non-executive employees. *Journal of Financial Economics*, 61 (2), 253-287.

Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H. & Vlachos, J. (2009). Do Entrenched Managers Pay Their Workers More?. *Journal of Finance*, 64(1), 309-339.

Desbrieres, P. (2002). Les actionnaires salariés. *Revue Française de Gestion*, (141), 255-281.

Faleye, O., Mehrotra, V. & Morck, R. (2006). When labor has a voice in corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41 (3), 489-510.

Frye, M. (2004). Equity-based compensation for employees: firm performance and determinants. *The Journal of Financial Research*, 27 (1), 31-54.

Ginglinger, E., Megginson, W. & Waxin, T. (2011). Employee Ownership, Board Representation, and Corporate Financial Policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868-887.

Guery, L. & Pendleton A. (2016). Do Investments In Human Capital Lead To Employee Share Ownership? Evidence from French Establishments. *Economic and Industrial Democracy*, 37 (3), 567-591.

Hollandts, X. & Guedri, Z. (2008). Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise. *Revue Française de Gestion*, 34 (183), 35-50

Ittner, C., Lambert, R. & Larcker, D. (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.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Kim, E.H. & Ouimet, P. (2014). Broad-Based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes. *Journal of Finance*, 69(3), 1273-1319.

Kim, K. & Patel, P. (2017). Employee Ownership and Firm Performance: A Variance Decomposition Analysis of European Firms. *Journal of Business Research*, 70, 248-254.

Kroumova, M. & Sesil, J. (2006). Intellectual capital, monitoring and risk: what predicts the adoption of employee stock options. *Industrial Relations*, 45 (4), 734-752.

Kruse, D. (1996). Why do firms adopt profit sharing and employee ownership plans?. *British Journal of Industrial Relations*, 34 (4), 515-538.

Mothie, J-C. (2008). Favoriser la diffusion de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié. Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2008, 1-6.

O'Boyle, E., Patel, P. & Gonzales-Mulé, E. (2016). Employee Ownership and Firm Performance: A Meta-Analysis. *Human Resource Management Journal*, 26(4), 425–448.

O'Brien, R. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality and Quantity*, 41 (5), 673-690.

Oyer, P. & Schaefer, S. (2005). Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative of alternative theories. *Journal of Financial Economics*, 76 (1), 99-133.

Pagano, M. & Volpin P. (2005). Managers, workers and corporate control. *The Journal of Finance*, 60 (2), 841-868.

Pendleton, A. (2001), *Employee ownership, participation and governance: a study of ESOPs in the UK*, London, L: Routledge.

Pendleton, A. (2006). Incentives, monitoring, and employee stock ownership plans: new evidence and interpretations. *Industrial Relations*, 45 (4), 753-777.

Petersen, M. (2009). A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22 (1), 435-480.

Poulain-Rehm, T. (2007). L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur. *Banque et Marchés*, (88), 25-35.

Poulain-Rehm, T. (2004). L'influence des stock-options sur l'implication organisationnelle des cadres : résultats d'une étude qualitative en France. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, (54), 2-25.

Pugh, W., Oswald, S. & Jahera, J. (2000). The effect of ESOP adoptions on corporate performance: Are there really performance changes. *Managerial and Decision Economics*, 21 (5), 167-180.

Rauh, J. (2006). Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense?. *Journal of Financial Economics*, 81 (2), 379-410.

(de) Romanet, A. (2008). Favoriser la diffusion de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié. Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2008, 337-343.

Sesil, J., Kroumova, M., Kruse, D. & Blasi, J. (2007). Broad-based employee stock options in the U.S.– company performance and characteristics. *Management revue*, (18), 5-23.

Sesil, J., Kroumova, M., Blasi, J. & Kruse, D. (2002). Broad-based employee stock-options in US 'New Economy' firms. *British Journal of Industrial Relations*, 40 (2), 273-294.

Smith, S. (1991). On the economic rationale for codetermination law. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 16 (3), 261-281.

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), 25-54.

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).

Trébucq S. (2004). The effects of ESOPs on performance and risk: evidence from France. *Corporate Ownership and Control*, 1(4), 81-93.

Trébucq, S. (2002). L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: Un outil de création de valeur. *Finance Contrôle Stratégie*, 5(4), 107-135.