



Epargne salariale : gestion des risques et gouvernement d'entreprise

Nicolas Aubert

► To cite this version:

Nicolas Aubert. Epargne salariale : gestion des risques et gouvernement d'entreprise. Economies et finances. Université Paul Cézanne (Aix Marseille III), 2010. tel-01770439

HAL Id: tel-01770439

<https://hal.science/tel-01770439>

Submitted on 19 Apr 2018

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.

UNIVERSITE PAUL CEZANNE, AIX MARSEILLE III
INSTITUT D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES

Ecole Doctorale des Sciences Economiques et de Gestion d'Aix Marseille

HABILITATION A DIRIGER DES RECHERCHES
EN SCIENCES DE GESTION

Epargne salariale : gestion des risques et gouvernement d'entreprise

Soutenue publiquement le 2 juillet 2010

Nicolas AUBERT

Monsieur Patrick ROUSSEAU, Directeur
Professeur, Université Paul Cézanne Aix-Marseille III

Monsieur Philippe DESBRIERES, Rapporteur
Professeur, Université de Bourgogne

Monsieur Michel ALBOUY, Rapporteur
Professeur, Université Pierre Mendès-France Grenoble II

Monsieur Philippe BERTRAND, Rapporteur
Professeur, Université de la Méditerranée Aix-Marseille II

Monsieur Bernard GRAND, Suffragant
Professeur, Université Paul Cézanne Aix-Marseille III

*A Agathe
qui a connu le pire.
Qu'elle vive le meilleur.*

Remerciements

Accéder à l'habilitation à diriger des recherches marque une étape déterminante dans la vie d'un enseignant chercheur. Je suis honoré de pouvoir présenter les travaux de recherche conduits ces dernières années.

Je dois cet honneur à ceux qui m'ont accompagné de leur confiance, de leurs conseils, de leur soutien bienveillant et de leurs critiques. Parmi ceux-là, je remercie en premier lieu le Professeur Patrick Rousseau d'avoir accepté de diriger cette habilitation à diriger des recherches, le Professeur Bernard Grand de m'avoir initié à la recherche en dirigeant ma thèse de doctorat, le Professeur Philippe Bertrand d'avoir défendu ma candidature il y a deux ans, le Professeur Michel Albouy qui a accepté d'évaluer mes travaux sans les connaître, le Professeur Philippe Desbrières qui partage mon intérêt pour la participation financière des salariés.

Ce sujet, je l'apprécie bien au-delà de mes obligations professionnelles. Si bien qu'il en est devenu très tôt une passion et que mon temps n'est jamais compté lorsqu'il s'agit de parler, d'écrire d'épargne salariale. Je remercie ma famille, mes proches et mes collègues de m'avoir laissé le temps de parler et d'écrire d'épargne salariale. Je les remercie aussi de savoir qu'ils en entendront encore parler longtemps. Je remercie particulièrement ceux de mes collègues avec qui j'ai eu la chance de travailler aux publications présentées dans ce document : Marco Caramelli, Thibault Daudigeos, Zied Guedri, Xavier Hollandts, André Lapied, Thomas Rapp, à nouveau Bernard Grand et Patrick Rousseau. J'espère que ce document les convaincra, eux-aussi, de travailler encore avec moi.

Nicolas AUBERT

Sommaire

1. Liste des publications.....	11
2. Rapport des activités d’enseignement, recherche et administration	17
3. Projet scientifique	23
Annexes	51
Bibliographie	67
Table des matières	71

Introduction

Le présent rapport regroupe l'ensemble des documents requis par l'Université Paul Cézanne Aix-Marseille III dans le cadre d'une candidature à l'habilitation à diriger des recherches. Il comprend :

1. Une liste des publications répertoriée par genre ;
2. Un rapport des activités d'enseignement, de recherche et d'administration ;
3. Un projet scientifique.

Ce dernier document présentera les deux thèmes de recherche abordés par nos travaux :

- 3.1. Les déterminants de l'investissement des salariés en actionnariat salarié et en épargne salariale ;
- 3.2. L'actionnariat salarié, la performance et le gouvernement d'entreprise.

Pour chacun de ces thèmes, nous présentons la littérature, les travaux réalisés et en cours d'évaluation et les perspectives de recherche futures. Les résultats de certains des travaux mentionnés dans ce rapport peuvent faire l'objet de modifications.

1. Liste des publications

1. Liste des publications

1.1. Articles dans des revues à comité de lecture

« Les déterminants de la représentation des actionnaires salariés au Conseil d'administration (ou de surveillance) : une analyse empirique (2000-2005) » *Management International* (avec Xavier Hollandts et Zied Guedri), à paraître.

Classement CNRS : Rang 3, Classement AERES 2008 : B.

« Employees' investment behaviors in a company based savings plan », *Revue Finance* (avec Thomas Rapp), à paraître.

Classement CNRS 2008: Rang 2, Classement AERES 2008: A.

« Is employee ownership so senseless? », *Revue Finance*, (avec Bernard Grand, Patrick Rousseau et André Lapied), 2009, Vol. 30, n°2.

Classement CNRS 2008: Rang 2, Classement AERES 2008: A.

« Les salariés actionnaires : pourquoi investissent-ils dans leur entreprise ? », *Finance, Contrôle, Stratégie*, (avec Thomas Rapp), 2008, Vol. 11, n°4.

Classement CNRS 2008: Rang 3, Classement AERES 2008: B, Référencement IDEAS Economics and finance research (ideas.repec.org), Référencement Econlit.

« Developing an ownership culture with employee share purchase plans », *German Journal of Human Resource Research*, 2008, Vol. 22 (2), 130-151.

Référencement IDEAS Economics and finance research.

« Understanding employer's stock holdings in the French company savings plans using the literature on the American 401(k) plans », *Gestion 2000*, Nov.-Déc. 2006, 16 pages.

Classement CNRS 2008: Rang 4, Classement AERES 2008: C.

1.2. Chapitre d'ouvrage (avec évaluation)

« Représentation du travail au conseil d'administration et performance de l'entreprise : une étude empirique sur le SBF 250 (2000-2005) » (2009) (avec Xavier HOLLANDTS et Zied GUEDRI), In Conchon A. & Auberger M.-N. : Les administrateurs salariés et la gouvernance d'entreprise, La Documentation Française.

1.3. Ouvrage

« Devenir actionnaire salarié : les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise » (2009), Aumage Editions, Collection dirigée par la Fédération Française des Actionnaires Salariés, 183 pages. (Extrait de la thèse de doctorat)

1.4. Travaux en cours

« Bank Employee Incentives and Stock Purchase Plans Participation » (avec Thomas Rapp), en revision, *Journal of Financial Services Research*.

1. Liste des publications

« La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : un état des lieux » (avec Xavier Hollandts), soumis à *Gestion 2000*.

« The Impact of Employees' Withdrawal Behaviors on Stock Purchase Plan Participation » (avec Xavier Hollandts, Thibault Daudigeos, Thomas Rapp), résumé soumis au congrès de l'*International Association for the Economics of Participation*.

1.5. Travail diplômant

Thèse de doctorat en sciences de gestion (IAE d'Aix-en-Provence)

« LES DETERMINANTS DES INVESTISSEMENTS DES SALARIES DANS LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT ENTREPRISE D'ACTIONNARIAT SALARIE »

Soutenue le 19 juin 2007, *Mention très honorable et les félicitations du jury*.

Jury : PROFESSEUR BERNARD GRAND, Aix-Marseille III (Directeur de thèse),
PROFESSEUR MICHEL LEVASSEUR, Lille 2 (Rapporteur),
PROFESSEUR PHILIPPE DESBRIERES, Université de Bourgogne (Rapporteur),
PROFESSEUR PATRICK ROUSSEAU, Aix-Marseille III, (Président),
MONSIEUR LIONEL TOURTIER, FONDACT (Suffragant).

Prix 2008 de l'Association Française de Finance (AFFI)/Fondation Nationale pour l'Enseignement de la Gestion des Entreprises (FNEGE).

1.6. Communications avec actes

« Employees' investment behaviors in company based savings plan », *Financial Management Association, European Congress, Turin*, 3-5 Juin 2009 (avec Thomas Rapp).

« Les déterminants de la représentation des actionnaires salariés au Conseil d'administration (ou de surveillance) : une analyse empirique (2000-2005) », *Congrès International de Gouvernance d'Entreprise*, 5-6 Juin 2009, Florence, (avec Xavier Hollandts, Zied Guedri).

« Offre d'épargne salariale et choix d'investissement des ménages : le contexte de la réforme de 2004 » (avec Thomas Rapp, University of Maryland), *Congrès de l'Association Française de Finance*, 13-15 Mai 2009, Brest.

« La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : enjeux et conditions d'efficacité » (avec Xavier Hollandts, Aurélien Eminet), *Congrès International de Gouvernance d'Entreprise*, 5-6 Juin 2008, Bordeaux.

« Savings incentives effectiveness in an employee stock purchase plan », (avec Thomas RAPP), *European Academy of Management*, track Employee Ownership, HEC Paris, 18 Mai 2007.

« Les déterminants des comportements d'épargne des salariés actionnaires de leur entreprise » (avec Thomas RAPP), *4th International Finance Conference*, Tunisia, 15-17 Mars 2007.

1. Liste des publications

« How to make an employee share purchase plan a success? Evidence from France », *4th Performance and Reward Conference*, Manchester Metropolitan University Business School, 29 Mars 2007. (Cahier de recherche CEROG IAE d'Aix-en-Provence n°775).

« Pourquoi les salariés achètent des actions de leur entreprise? Le cas d'une augmentation de capital réservée aux salariés », *Congrès international de l'Association Française de Finance*, IAE de Poitiers, 26 et 27 Juin 2006. (Cahier de recherche CEROG IAE d'Aix-en-Provence n°761).

« Les déterminants des investissements en actions de l'entreprise : le cas d'une augmentation de capital réservée aux salariés » (avec Marco Caramelli), *Congrès des IAE*, IAE de Montpellier, 3-4 avril 2006. (Cahier de recherche CEROG IAE d'Aix-en-Provence n°758).

« Les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise: les enseignements des fonds de pension américains », *16^{ème} Conférence de l'Association Francophone de Gestion des Ressources Humaines*, Université Paris Dauphine, 15-16 septembre 2005.

« Understanding employer's stock holdings in the French company savings plans using the literature on the American 401(k) plans », *3rd Performance and Reward Conference*, Manchester Metropolitan University Business School, 7 avril 2005. (Cahier de recherche CEROG IAE d'Aix-en-Provence n°712).

« Pourquoi les salariés achètent-ils des actions de leur entreprise? », *2^{ème} Forum de la Recherche en Finance Europlace Finance*, ESCP-EAP, 6 avril 2005.

« Mécanismes d'incitation et implications pour l'organisation de l'actionnariat salarié : revue de littérature », Cahier de recherche CEROG IAE d'Aix-en-Provence n°669, Novembre 2003.

1.7. Communications sans actes

« Pourquoi les salariés achètent des actions de leur entreprise? Le cas d'une augmentation de capital réservée aux salariés », *Atelier de Recherche Actionnariat Salarié de l'Institut Français du Gouvernement d'Entreprise*, EM Lyon, 19 juin 2006.

« Les déterminants des investissements en actions de l'entreprise : le cas d'une augmentation de capital réservée aux salariés », (avec Marco Caramelli) *De la PME à la Multinationale : Développer l'Actionnariat Salarié dans l'Entreprise*, IAE de Montpellier, 5 janvier 200.

Présentations dans des séminaires de recherche

« Les salariés actionnaires : pourquoi investissent-ils dans leur entreprise ? », Département de Finance et de Comptabilité, IAE Gustave Eiffel, Université Paris XII Val de Marne, 10 mars 2008.

« Les salariés actionnaires : pourquoi investissent-ils dans leur entreprise ? », Séminaire Actionnariat salarié, Groupe INSEEC, 15 février 2008.

1. Liste des publications

« Les déterminants de la participation, du montant et de la proportion investis par les salariés en actions de leur entreprise », *Ateliers de Thésée*, ESADE Barcelone, 29 septembre 2006.

« Les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise », *Tutorat Grand Sud*, Université de la Méditerranée (CRET-LOG), Mai 2006.

« Les déterminants des investissements dans les FCPE d'actionnariat salarié », *Tutorat collectif des IAE 2005, Paris*, 16 et 17 juin 2005.

« Employee stock ownership: its effects on employee motivation and corporate governance », *XIIIth European Doctoral Association for Management and Business Administration Summer School*, Sorrèze, 2 Août 2004.

« Modélisation de la relation actionnaire salarié / actionnaire / dirigeant dans le contexte des augmentations de capital réservées aux salariés: revue de littérature et proposition de modèle », *Ateliers de Thésée*, IAE d'Aix-en-Provence, juin 2004.

1.8. Conférence invitée

Table ronde sur le thème : « En quoi la gestion participative améliore-t-elle la performance ? », *Forum Fondact : « La Gestion Participative, levier de la performance »*, 28 novembre 2006.

« Complementarities of Financial Participation and other Forms of Participation », Direction Générale de l'emploi et des affaires sociales, Commission Européenne, 14 octobre 2005, Leiden (Pays-Bas).

1.9. Autres interventions

Consultation par le Centre d'Analyse Stratégique (Service du Premier Ministre) dans le cadre du rapport « Améliorer la gouvernance d'entreprise et la participation des salariés » (Novembre 2009).

Site Internet de Rhodia Alliance, rubrique « Notre Invité » dans le cadre de l'augmentation de capital 2006 du groupe Rhodia. (<http://www.rhodia-alliance.com/index.php?Page=lire-article&uid=246>).

Site Internet de Rhodia Alliance (avec B. Grand), rubrique « Notre invité » sur la loi sur le développement de la participation et de l'actionnariat salarié. (<http://www.rhodia-alliance.com/index.php?Page=lire-article&uid=234>).

1.10. Relectures

Journal of Economics and International Finance
Human resource management journal

2. Rapport des activités d'enseignement, recherche et administration

2.1. Expérience pédagogique

Cours dispensés

INTITULE	NIVEAU	VOLUME HORAIRE
Finance d'entreprise <i>Thèmes abordés : Efficience des marchés, structure financière et distribution de liquidités.</i>	<u>Master 1</u> Banque et Affaires (Aix-Marseille 2)	24H
Gestion budgétaire <i>Thèmes abordés : Budget de trésorerie, budget des investissements, coût du capital.</i>	<u>Master 1</u> Banque et Affaires (Aix-Marseille 2)	24H
Théories de la firme <i>Thèmes abordés : Théorie de l'agence, des droits de propriété et des coûts de transaction.</i>	<u>Licence 3</u> Banque et Affaires (Aix-Marseille 2)	24H
Contrôle de gestion <i>Thèmes abordés : Coût complet, ABC/ABM, Budgets, Prix de cession interne.</i>	<u>Master 2</u> Conseil Contrôle Audit (Aix-Marseille 2 et <u>Master 2</u> Comptabilité Contrôle Audit (Aix-Marseille 3)	44H
Finance d'entreprise <i>Thèmes abordés : Efficience des marchés, structure financière et distribution de liquidités.</i>	<u>Master 1</u> Economie Finance Internationale (Aix-Marseille 2)	24H
Gestion financière <i>Thèmes abordés : Analyse du compte de résultat et du bilan, décisions d'investissement et de financement.</i>	<u>Licence 3</u> Economie et Management (Aix-Marseille 2)	48H
Marché des capitaux <i>Thèmes abordés : Organisation de NYSE EURONEXT, les titres financiers, Théorie du portefeuille</i>	<u>Licence Professionnelle Banque</u> , formation initiale (Aix-Marseille 2)	44H
Marché des capitaux <i>Thèmes abordés : Organisation de NYSE EURONEXT, les titres financiers, Théorie du portefeuille</i>	<u>Licence Professionnelle Banque</u> , formation alternance (Aix-Marseille 2)	28H
Marché des capitaux <i>Thèmes abordés : Organisation de NYSE EURONEXT, les titres financiers, Théorie du portefeuille</i>	<u>Licence Professionnelle Banque</u> , Caisse d'Epargne (Aix-Marseille 2)	12H
Système monétaire et financier <i>Thèmes abordés : Le système des banques centrales et le financement de l'économie</i>	<u>Licence Professionnelle Banque</u> , formation alternance (Aix-Marseille 2)	28H
Mécanismes de financement et de crédit <i>Thèmes abordés : calcul financier, l'efficience des marchés, les moyens de financement, le coût moyen pondéré du capital, les actions et les supports de dette.</i>	2 ^{ème} année, Groupe Inseec, ECE Lyon	4x15H
Gestion de portefeuille <i>Thèmes abordés : l'organisation des marchés financiers, risque et diversification, les modèles d'évaluation actuarielle, les modèles à facteurs.</i>	3 ^{ème} année, Groupe Inseec, ECE Lyon	2x15H
Microéconomie <i>Thèmes abordés : théorie du producteur, monopole, duopole, équilibre de Nash, équilibre général, optimum de Pareto.</i>	1 ^{ère} année, Groupe Inseec, ECE Lyon	4x15H
Gestion financière et budgétaire <i>Thèmes abordés : analyse financière, décision d'investissement, emprunts, gestion de trésorerie, analyse des écarts budgétaires.</i>	3 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille III, IMPGT	4x15H
Gestion financière et prévisionnelle <i>Thèmes abordés : analyse financière, gestion de trésorerie, analyse des écarts budgétaires.</i>	4 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille III, IMPGT	36H
Finances publiques, performance et contrôle de gestion <i>Thèmes abordés : comptabilité de gestion, tableaux de bord, loi organique relative aux lois de finance (LOLF).</i>	5 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille III, IMPGT	30H
Gestion des organisations <i>Thèmes abordés : analyse financière, emprunts, décision d'investissement.</i>	4 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille III, IMPGT	9H
Contrôle de gestion et pratiques d'audit <i>Thèmes abordés : systèmes de pilotage, tableaux de bord, coût complet et ABC, valorisation des stocks, méthodologie de l'audit comptable et financière.</i>	3 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille III, IMPGT	27H
Analyse fiscalité, financement et investissement	3 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille III, IMPGT	18H

2. Rapport des activités d'enseignement, de recherche et administration

Thèmes abordés : cadre juridique des finances publiques, décision d'investissement, analyse fiscale territoriale.

Management financier des organisations de santé	4 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille II, Faculté de Médecine	2x15H
--	---	--------------

Thèmes abordés : bilan et compte de résultat, soldes intermédiaires de gestion et capacité d'autofinancement, besoin en fond de roulement, fonds de roulement, ratios financiers.

Microéconomie	1 ^{ère} année, Univ. Aix Marseille III, Faculté d'Economie Appliquée	3x15H
----------------------	---	--------------

Thèmes abordés : théorie du consommateur, fonctions d'utilité, théorie du producteur, monopole, duopole, équilibre de Nash, équilibre général, optimum de Pareto.

Economie générale	2 ^{ème} année, Univ. Aix Marseille II, IUT GEA	2x60H
--------------------------	---	--------------

Thèmes abordés : croissance économique, monnaie et financement de l'économie, politiques économiques, relations économiques internationales, les théories de la firme.

Principes de la finance	3 ^{ème} année, Groupe EDHEC, Grande école	5x15H
--------------------------------	--	--------------

Thèmes abordés : mathématiques financières, emprunts indivis, taux d'intérêt.

Décision d'investissement	4 ^{ème} année, Groupe EDHEC, Grande école	2x15H
----------------------------------	--	--------------

Thèmes abordés : rentabilité espérée, formule d'Hamada, VAN, TRI, délai de récupération, payback ratio, profil des VAN, espérance et écart-type de la VAN.

Suivis de mémoires et stages

Master 2 Conseil Audit et Contrôle (Aix-Marseille II).

Stages de L3 Banque et affaires (Aix-Marseille II).

Mémoires de recherche de 4^{ème} année (ECE Lyon).

Mémoires de Licence 3 en management public (Aix-Marseille III).

Mémoires de Maîtrise en management public (Aix-Marseille III).

Stages de niveau Licence 3 à Master 2 (Aix-Marseille III).

Participation à des jurys

Mémoires et stages

Mémoires de Master 2 Conseil Audit et Contrôle (Aix-Marseille II).

Mémoires de Master 2 Banque et Affaires (Aix-Marseille II).

Mémoires de recherche de 4^{ème} année (ECE Lyon).

Soutenances de stage de 3^{ème} année (ECE Lyon).

Mémoires de Licence de management public (Aix-Marseille III).

Mémoires de Maîtrise de management public (Aix-Marseille III).

Projets professionnels

Projets professionnels de Master 2 Banque et Affaires (Aix-Marseille II).

Projets professionnels de Master 1 Banque et Affaires (Aix-Marseille II).

Projets professionnels de Licence professionnelle Banque (Aix-Marseille II).

Projets création d'entreprise (ECE Lyon).

Oraux d'admission

Licence 3 Banque et affaires (Aix-Marseille II).

Master 1 Banque et affaires (Aix-Marseille II).

Master 2 Banque et affaires (Aix-Marseille II).

Ecole de commerce Européenne (niveau L1).

Grande école de l'EDHEC (niveau L3).

Concours PASS (niveau L1).

2.2. Responsabilités scientifiques et administratives

Participations à des comités de sélection

Institut d'Administration des Entreprises, Université Paul Cézanne – 2010.

Institut de Management Public et de Gouvernance Territoriale, Université Paul Cézanne – 2010.

Responsabilités scientifiques

Membre des jurys du tutorat doctoral Grand Sud 2008 organisé par le CERAG IAE de Grenoble.

Responsable du comité scientifique de FONDACT (depuis 2006).

Membre du comité scientifique du colloque « *Entrepreneuriat et développement durable* », OCRE EDC Paris, 22 mai 2007.

Organisation de la recherche

Organisation d'un séminaire de recherche Actionnariat salarié à l'INSEEC Paris (Février 2008).

Participation à l'organisation du colloque EFMD Public Sector « Post-Bureaucratic Management – A new age for public services » avec l'Institut de Management Public et Gouvernance Territoriale d'Aix-en-Provence (Juin 2006).

Membre du comité éditorial de la lettre du CEROG de juillet 2004 à juillet 2006.

Responsabilités administratives et pédagogiques

Membre de la commission permanente « communication animation institutionnelle » de la Faculté de sciences économiques et de gestion (Université de la Méditerranée).

Responsable des stages de Licence 3 Gestion parcours banque et affaires, Université de la Méditerranée Aix Marseille II : validation des missions et suivi des stages de 20 étudiants.

Responsable des relations internationales de l'Institut Supérieur d'Affaires et de Finances Internationales.

Webmaster du site internet de l'Institut Supérieur d'Affaires et de Finance Internationales (www.isafi.fr)

Enseignant référent en L1 dans le cadre du plan Licence.

Co-responsable des mémoires de recherche de 4^{ème} année (150 étudiants) – ECE Lyon.

3. Projet scientifique

Nos travaux de recherche portent sur le thème de l'actionnariat salarié. Une pratique managériale populaire et ancienne en France. Elle n'en demeure pas moins un sujet de questionnement et quelquefois de préoccupations pour les dirigeants d'entreprise, les représentants des salariés et les pouvoirs publics. Il apparaît souvent aux décideurs politiques, économiques et sociaux comme un compromis idéal édulcorant les conflits entre les apporteurs de ressources en capital et en travail. Suscitant l'intérêt des divers acteurs politiques, économiques et sociaux, l'actionnariat salarié ne pouvait échapper à l'intérêt de la recherche en sciences sociales, et, en particulier, à celui de la recherche en sciences de gestion. Pour ce qui est de la recherche en sciences sociales, les travaux sur la dynamique de l'action collective trouvent une application dans le cadre de l'actionnariat salarié. Car l'actionnariat salarié est un système d'incitations collectif. Et en tant que tel, il est susceptible d'améliorer ou de dégrader les incitations au travail des agents économiques. C'est en tous les cas du point de vue de cette dynamique que le problème des incitations collectives est le plus souvent appréhendé par les sciences économiques.

En ce qui concerne les sciences de gestion, elles observent le phénomène de trois points de vue : gestion des ressources humaines, gestion de portefeuille et gouvernement d'entreprise.

Le premier point de vue est celui de la gestion des ressources humaines. Il cherche à comprendre quelles sont les relations qui existent entre l'actionnariat salarié et les attitudes au travail des salariés. Ce point de vue est celui des incitations. Barnard (1938) a tenté le premier de définir une théorie des incitations. Il constate que des incitations inappropriées peuvent entraîner la dissolution de l'organisation, le changement de son objectif et l'impossibilité de coopérer. Il place la détermination des incitations au cœur de l'existence des organisations et constate que cette responsabilité du gestionnaire est celle donnant lieu au plus grand nombre d'échecs. Barnard s'est intéressé aussi bien aux incitations monétaires que non monétaires en insistant fortement sur leur complémentarité. Cette importance des incitations pour l'organisation est amplifiée par la théorie de l'agence et la théorie des droits de propriété. Alchian et Demsetz (1972) font des incitations la raison d'être des organisations qui naissent de l'impossibilité de mesurer la contribution de chaque individu à la réalisation d'une tâche collective. De ce problème de séparabilité des tâches naît la nécessité du contrôle et des incitations. Jensen et Meckling (1976) lient les problèmes d'incitations des dirigeants à la structure de gouvernement et de financement des entreprises. Ces derniers se focalisent essentiellement sur la relation d'agence caractérisant les rapports entre actionnaires et dirigeants. Avant eux, Fayol avait mis en évidence les avantages et inconvénients des

systèmes d'incitations de son époque. Bien que Fayol (1979) reconnaisse à la participation aux bénéfices sa vocation à réconcilier Capital et Travail, il conteste les effets bénéfiques des pratiques incitatives indexées sur la performance collective. A la suite d'Henri Fayol, plusieurs auteurs ont mis en cause les inefficiences des systèmes d'incitations collectives. Ces objections à leur mise en œuvre se basent essentiellement sur leur composante monétaire. Cependant, si l'on se réfère à Barnard (1938), l'élément monétaire d'une rétribution peut avoir un pouvoir incitatif négligeable. De ce point de vue, il convient donc de considérer les incitations collectives du point de vue de leur composante non monétaire. Ce faisant, il est possible de dégager des arguments en faveur de leur adoption. S'inspirant de la distinction proposée par la psychologie, les tests empiriques des effets de l'actionnariat salarié sur les attitudes au travail des salariés ont suivi trois voies de recherche. A la distinction entre incitations intrinsèques et extrinsèques, Klein (1987) ajoute en effet un courant de recherche qui met en évidence les effets conjugués de l'actionnariat salarié et de la participation aux décisions. La plupart des tests empiriques du lien entre actionnariat salarié et attitudes des salariés au travail s'inscrivent dans le cadre de tests des modèles intrinsèque, instrumental et extrinsèque.

Un deuxième point de vue est celui du gouvernement d'entreprise. Il s'agit de comprendre les relations existant entre la représentation des salariés et actionnaires salariés d'une part et la performance et le gouvernement d'entreprise d'autre part. En ce qui concerne la relation entre actionnariat salarié et gouvernement d'entreprise, Desbrières (2002) considère que deux thèses s'opposent. La première postule que l'actionnariat salarié peut avoir des effets bénéfiques sur le gouvernement d'entreprise. Il améliorerait en effet le fonctionnement des mécanismes de contrôle et permettrait la convergence des intérêts des parties prenantes. L'autre thèse considère que la participation des salariés actionnaires aux décisions n'est pas souhaitable. Le pouvoir de décision des actionnaires salariés se reflète d'abord dans les prérogatives données à tout actionnaire. Les salariés actionnaires peuvent participer aux décisions prises en assemblée générale. Ils peuvent désigner et être désignés membres des conseils d'administration ou de surveillance. Les arguments s'opposent en ce qui concerne la participation des actionnaires salariés au conseil d'administration. De l'avis de Rosen (1991), les débats au sujet du rôle de l'actionnariat salarié dans le gouvernement de l'entreprise ont davantage été de nature idéologique qu'empirique.

Un dernier point de vue est celui de la gestion de portefeuille. Il s'efforce de mettre en évidence les motivations qui conduisent les salariés à investir en actions de leur entreprise. Malgré la richesse et l'abondance de la recherche sur l'actionnariat salarié, il est un thème

dont elle a sans doute sous-estimé l'importance. Cette omission devait être durement rappelée par les faits lorsque fin 2001, des milliers d'employés furent licenciés à la suite de la faillite de leur employeur : Enron. Une partie de l'avenir se trouvait par ailleurs hypothéquée par cette faillite retentissante. Dans sa chute, Enron n'avait pas uniquement entraîné les emplois de ses salariés. En effet, près de 60% des actifs du plan de retraite des salariés d'Enron étaient investis en actions de cette entreprise. Nous comprenons que la dimension négligée par les chercheurs fut celle du risque. Cette négligence a duré des décennies alors que les risques excessifs de l'actionnariat salarié étaient la principale objection de certains économistes, chercheurs en sciences sociales et hommes politiques opposés à la diffusion de la participation financière et de l'actionnariat salarié. Une plus grande attention portée au risque aurait sans doute conclu à la nécessité de promouvoir la diversification. Si l'investissement dans une seule valeur est déjà critiquable du point de vue de la théorie moderne du portefeuille, il l'est d'autant plus lorsqu'il s'accompagne d'un investissement conséquent en capital humain dans cette même valeur. Le triste exemple d'Enron en témoigne : l'actionnariat salarié met en effet en jeu l'épargne du salarié en cas de chute du cours et son emploi en cas de licenciement. Ces risques sont considérablement augmentés lorsque les investissements en actionnariat salarié sont réalisés en vue de constituer un capital retraite.

Les recherches que nous avons entreprises adoptent les deux derniers points de vue présentés. Le premier point de vue est celui de la gestion de portefeuille auquel nous consacrons notre première partie : « Déterminants de l'investissement des salariés en actionnariat salarié et en épargne salariale ». Le second point de vue est celui du gouvernement d'entreprise. La seconde partie y est consacrée, elle s'intitule : « Actionnariat salarié, représentation des actionnaires salariés et des salariés, performance et gouvernement de l'entreprise ».

L'essentiel de nos travaux de recherche s'articulent tout d'abord autour du point de vue de la gestion de portefeuille. Il s'agit donc de comprendre les déterminants des investissements des salariés en actionnariat salarié. Cette question ne peut trouver réponse satisfaisante que lorsque l'ensemble des composantes (capital humain, immobilier et financier) du patrimoine sont observées par le chercheur. La disponibilité des données rend l'exercice difficile. Il est toutefois plus aisé de situer l'actionnariat dans un contexte : celui de l'épargne salariale dont l'actionnariat salarié est une composante. L'épargne salariale concerne toutes les formes d'épargne proposées à un salarié dans le cadre de l'entreprise où il travaille. Avant de comprendre comment l'actionnariat salarié s'inscrit dans l'ensemble des composantes du patrimoine des salariés, nous avons donc tout d'abord cherché à comprendre comment il

s'inscrivait au sein de l'épargne salariale. Nous pouvons donc d'ores-et-déjà indiqué que la prise en compte de l'ensemble des composantes du patrimoine des salariés est une voie de recherche que nous souhaitons emprunter.

Le second volet de nos travaux s'intéresse aux relations entre la représentation des actionnaires salariés et des salariés d'une part et le gouvernement d'entreprise et la performance d'autre part. La représentation des salariés correspond à la présence au sein des organes de direction délibérants des entreprises c'est-à-dire les conseils d'administration et de surveillance. Comme nous l'avons déjà indiqué plus haut, un débat existe sur les effets de cette représentation sur le gouvernement d'entreprise. Au niveau de l'entreprise, de nombreuses contributions académiques concluent aux effets bénéfiques de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise.

3.1. Déterminants de l'investissement des salariés en actionnariat salarié et en épargne salariale

Les déterminants des choix des salariés pour l'actionnariat salarié peuvent être regroupés au sein de deux courants de la recherche académique en finance : la théorie du portefeuille d'une part et la finance comportementale d'autre part. L'actionnariat salarié consiste pour le salarié à miser son épargne personnelle et son capital humain sur un seul actif. Cette stratégie est critiquable si elle conduit à une concentration des risques qui s'affranchit des règles de la diversification. Les outils de la théorie moderne du portefeuille nous permettent d'évaluer le coût de sous-diversification supporté par les salariés actionnaires de leur entreprise. Ce coût de sous-diversification peut être compensé par les contributions de l'employeur. La théorie du portefeuille se focalise enfin sur les caractéristiques des investisseurs et des actifs qu'ils peuvent inclure dans leur portefeuille. Nous retenons une conception large de la théorie du portefeuille. Nous faisons référence à la théorie de la prise de décision en matière d'investissement (*investment decision-making theory*). Elle relève de la théorie financière classique qui considère les individus comme substantivement rationnels. De ce point de vue, un investisseur individuel maximise sa fonction d'utilité espérée. Cette conception élargie de la théorie du portefeuille nous conduit à retenir non seulement la théorie moderne du portefeuille mais aussi d'autres contributions utilisant le critère de la maximisation de l'utilité espérée. En ce qui concerne la finance comportementale, elle se détache du critère de maximisation de l'utilité espérée caractérisant l'investisseur rationnel et de l'hypothèse

d'efficience des marchés financiers. La psychologie cognitive et les limites de l'arbitrage constituent ses principaux fondements (Ritter, 2003). C'est sur le premier de ces deux fondements que reposent les déterminants comportementaux des investissements des salariés en actions de leur entreprise que nous évoquons. Bien que chacun des deux courants théoriques abordés s'appuie sur des hypothèses comportementales différentes, leurs apports nous permettent d'expliquer le comportement d'investissement des salariés actionnaires.

3.1.1. Littérature

Par rapport à d'autres actifs patrimoniaux, les plans d'épargne salariale développés dans les entreprises françaises sont des produits financiers très spécifiques. Ils ont un critère d'éligibilité, puisque seuls les salariés ayant plus de trois mois d'ancienneté dans l'entreprise ont le droit d'investir dans ces plans. Ils donnent accès à de nombreuses possibilités d'investissement, qui se traduisent par des versements sur un simple compte courant, ou des placements en titres (de l'entreprise ou non). Les sommes investies dans les plans d'épargne salariale sont bloquées pendant 5 ans, et jusqu'à l'âge de la retraite pour les plans d'épargne retraite collectifs. Des conditions de déblocages exceptionnels sont prévues par la loi, dans certains cas spécifiques (par exemple l'achat d'une résidence principale, le divorce ou la naissance d'un troisième enfant). Les versements volontaires dans les plans d'épargne salariale peuvent enfin bénéficier d'abondement de l'employeur et d'avantages fiscaux sur les sommes investies. En effet, les sommes investies dans les plans d'épargne salariale ne sont soumises qu'à la CSG et la CRDS. Le succès de ce type de produit financier s'accompagne de nombreuses questions théoriques, soulevées par rapport à la théorie des choix de portefeuille. Ces questions concernent en particulier la rationalité des épargnants.

L'apport majeur de la théorie du portefeuille est de montrer qu'il est possible de diminuer sensiblement le risque d'un portefeuille de titres sans pour autant en sacrifier la rentabilité. La diversification est la clé de cette logique. Le choix d'un portefeuille efficient rend incohérente toute stratégie de sous-diversification qui ne peut que nuire au bien-être de l'investisseur. Pour adopter une telle stratégie sous optimale, un individu rationnel devrait bénéficier d'une compensation financière. La théorie du portefeuille classique décrit les comportements d'épargne à partir de deux principaux paramètres de préférences : l'aversion au risque et la préférence pour le présent. En France, la pratique du versement d'une contribution de l'entreprise sous la forme d'un abondement ou d'une décote est courante. Elle a pour effet de compenser en partie le coût de sous-diversification supporté par le salarié.

La finance comportementale admet que les individus puissent prendre des décisions sous l'influence de biais cognitifs. Les apports de ce courant de la recherche en finance s'inspirent notamment de la psychologie et de l'économie expérimentale. Contrairement aux postulats des théories du cycle de vie, la finance comportementale s'attache à montrer que certains épargnants éprouvent des difficultés à adopter des stratégies cohérentes et échelonnées tout au long de leur cycle de vie.

L'attrait théorique de l'épargne salariale réside aussi dans sa remise en cause de certaines hypothèses centrales des théories de choix de portefeuille démontrées notamment par Kimball (1990), Carroll et Kimball (2001) et Gollier (2001). En effet, plusieurs développements théoriques reposent sur l'hypothèse d'une indépendance des risques du capital humain et du patrimoine. Or, cette hypothèse est contestable dans le cas de l'investissement en actionnariat salarié, parce que l'épargne est investie dans les titres de l'entreprise qui emploie le salarié. L'épargne salariale représente par conséquent un bon support pour tester certaines limites des théories économiques classiques (rationalité limitée, non-indépendance de certains risques). Benartzi et Thaler (2001) constatent que les épargnants effectuent des choix de portefeuille sensiblement différents en présence d'actionnariat salarié, de ceux qu'ils adoptent lorsque l'actionnariat salarié est absent. Les travaux de Benartzi et Thaler (2007) recensent de nombreuses preuves de l'existence de biais cognitifs dont les investisseurs individuels ont été victimes depuis le début des années 2000. Degeorge *et al.*, (2004) montrent que les comportements d'investissement en actionnariat salarié sont très éloignés des recommandations d'un modèle théorique classique, reposant sur la rationalité pleine et entière en information complète. La majorité des travaux de recherche qui étudient ces questions s'appuient sur des questionnaires (Bergstresser et Poterba, 2004 ; Bertaut et Starr-McCluer, 2002 ; Heaton et Lucas, 2000 ; Poterba et Samwick, 2003 ; Tracy *et al.*, 1999). Or, la collecte de données par questionnaires peut s'accompagner d'un biais de sélection, les répondants pouvant constituer une sous-catégorie particulière de la population dont on souhaite mesurer les caractéristiques (Kennickell, 1998). En France en particulier, on dispose peu de données nationales sur la diffusion et les montants de l'épargne salariale. Parmi les données les plus récentes figurent celles diffusées par l'Insee dans l'enquête Patrimoine de 2004.

En plus de nécessiter la référence aux deux paradigmes concurrents des recherches contemporaines en finance, comprendre les choix d'investissement des actionnaires salariés s'inscrit dans une thématique récente de la finance. La finance des ménages ou *household finance* a trouvé une tribune lors de l'adresse présidentielle de John Campbell à l'association

américaine de finance (AFA) de 2006. Cette adresse publiée dans le Journal of Finance a décrit les contours de cette thématique et décrit un vaste programme de recherche. La finance des ménages est définie par Campbell (2006, p. 1553) : « *Par analogie avec la finance d'entreprise, la finance des ménages s'interroge sur les instruments financiers que les ménages utilisent pour atteindre leurs objectifs* ». Il ajoute que les problèmes auxquels sont confrontés les ménages sont très spécifiques. « *Les ménages doivent prendre des décisions sur un horizon fini mais à très long terme, ils détiennent en grande quantité des actifs qui ne sont pas échangeables tel que leur capital humain ou illiquides comme leur résidence, leur capacité d'endettement subit des contraintes et ils sont soumis à une fiscalité complexe* » (notre traduction, p. 1553). Cette complexité rend plus propices les erreurs d'investissement. On peut déduire de la remarque de Campbell que plusieurs variables influencent les choix de portefeuille des épargnants individuels. La spécificité des investisseurs particuliers tient à l'importante valeur de leur capital humain dont les fluctuations au cours de la vie doivent être prises en compte du fait notamment de l'inaliénabilité de ce capital humain.

La crise financière récente a mis l'accent sur la nécessité de conduire des recherches sur la finance des ménages. En France, Michel Albouy considère que cette nécessité est une des leçons de la crise des subprimes qui concernaient au premier chef les décisions financières des particuliers. Il indique que « contrairement aux marchés d'actions ou d'obligations qui font l'objet de très nombreuses recherches, le marché des particuliers est relativement peu étudié. Une meilleure compréhension des comportements individuels des ménages face à leurs investissements, notamment immobiliers, est nécessaire. » (Albouy, 2009 ; p. 19).

3.1.2. Travaux réalisés et en cours d'évaluation

A notre connaissance, aucun travail n'avait été réalisé auparavant en France sur le thème des déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise. Une première réponse que nous avons apportée à ce manque a été de synthétiser la littérature consacrée à ce problème. Il s'agissait essentiellement des Etats-Unis où l'épargne salariale s'est développée depuis la loi ERISA de 1974. Cette loi a posé les bases de l'épargne salariale américaine en créant les plans d'actionnariat salarié (*employee stock ownership plans*) mais aussi les plans de retraite à contribution définie (*defined contribution plans*). Les recherches sur les plans de retraite à contribution définie 401(k) ont particulièrement retenu notre attention. En effet, ces plans présentent de nombreuses similitudes avec le PEE français puisqu'ils proposent aux

salariés un choix parmi plusieurs fonds d'épargne¹. C'est donc aux salariés qu'incombe la responsabilité de composer son portefeuille d'épargne salariale. Parmi ces fonds d'épargne, on retrouve assez souvent l'actionnariat salarié. C'est la forte concentration des plans 401(k) en actionnariat salarié qui a suscité l'intérêt de la recherche académique à la suite des faillites des entreprises Enron et Worldcom. Les questions posées par les chercheurs concernaient tout d'abord les raisons de cette forte concentration de l'épargne retraite en actionnariat salarié. Pourquoi les salariés avaient choisi de concentrer leur épargne sur un seul support d'actif ? Comme nous l'avons indiqué plus haut, un tel choix peut aboutir à un portefeuille mal diversifiée du seul fait de la très forte corrélation entre les revenus salariaux et les revenus de l'épargne. En présence de choix de portefeuille inefficients, la rationalité des salariés pouvait raisonnablement être questionnée.

a) Aubert, 2006 (revue Gestion 2000)

Notre démarche a tout d'abord consisté à synthétiser la littérature académique sur les investissements des salariés dans les 401(k) dans le but de formuler des propositions de recherche dans le cas français. Nous avons ainsi repéré plusieurs phénomènes comportementaux identifiés comme des déterminants de l'investissement en actionnariat salarié. Le premier déterminant identifié est celui de la décote ou de l'abondement en actions de l'entreprise. Si la théorie du portefeuille peut considérer qu'elle compense la prise de risque du salarié, la finance comportementale retient un effet d'appui (*endorsement effect*). D'après cet effet identifié par Benartzi (2001), les salariés tendraient à considérer les contributions de leur employeur en actions de l'entreprise (sous forme d'abondement et de décote) comme des conseils d'achat implicites. L'extrapolation excessive des performances futures est une autre explication proposée par Benartzi (2001). Dans ce cas, les salariés considèrent que les performances passées de l'action de leur entreprise témoignent des performances à venir. Or, l'hypothèse d'efficience des marchés exclue cette possibilité. La familiarité (Huberman, 2001) et la loyauté (Cohen, 2008) sont deux autres déterminants de l'investissement en actionnariat salarié. La première se traduit par la conviction des salariés qu'ils sont mieux avisés d'investir dans des titres qu'ils connaissent, dont ils se sentent familiers ; la seconde consiste à témoigner de sa loyauté à son entreprise en investissant dans ses actions. Outre les caractéristiques des salariés et de leurs entreprises, la recherche a enfin identifié une série de biais cognitifs associés aux modalités de l'offre d'épargne. Les

¹ Nous précisons que les plans d'actionnariat salarié américains, les *employee stock ownership plans* ne proposent pas un tel choix de placement puisque seul l'actionnariat salarié y est proposé.

principaux biais qui influenceraient la décision d'investir en actions de l'entreprise sont : l'aversion de l'extrême (Benartzi et Thaler, 2002), la diversification naïve (Benartzi et Thaler, 2001 ; Liang et Weisbenner, 2002), la surcharge de choix (Iyengar et al. 2004), la présentation des informations relatives aux performances des fonds (Benartzi et Thaler, 1999).

b) Aubert et Rapp, 2008 (revue Finance Contrôle Stratégie)

Une fois la littérature sur les choix des salariés analysée, nous avons effectué des tests empiriques sur les salariés d'une banque française cotée du CAC 40. Ce travail nous a permis de tester empiriquement plusieurs des hypothèses issues de la littérature sur une population de 44 649 salariés dans le cadre, notamment, d'une augmentation de capital réservée aux salariés (désormais ACRS). Plusieurs variables dépendantes ont été utilisées. Chacune d'entre elle correspondait à une dimension différente de la décision d'investir en actions de l'entreprise : la participation à une ACRS (régression probit), le montant investi par les participants à l'ACRS (régression tronquée²), la proportion de la somme investie dans l'ACRS par le biais de l'offre à effet de levier³ et la proportion de l'épargne salariale totale investie en actionnariat salarié⁴. Le test des hypothèses a apporté les résultats suivants reportés dans le tableau 1 :

Tableau 1 : Résultats des tests des hypothèses de recherche

N°	Hypothèses	Résultat
H1	L'âge des salariés a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H2	Le capital humain a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H3	La rémunération des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H4	Le patrimoine des salariés a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H5	Le lieu de résidence a un effet sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H6	Dans le cadre des ACRS, la présence de fonds à effet de levier a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H7	Dans le cadre des ACRS, l'octroi de la possibilité de reverser les primes d'intéressement et de participation a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H8	Le fait d'être un homme a un effet positif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Validée
H9	La connaissance financière a un effet négatif sur l'investissement en actions de l'entreprise.	Indéterminée
H10	La détention préalable d'actions de l'entreprise a un effet positif sur l'investissement en actionnariat salarié.	Indéterminée

² La régression tronquée permet de tenir compte de la population n'ayant pas participé à une augmentation de capital réservée aux salariés en évitant un biais de sélection de la population (Hausman et Wise, 1975 ; Greene, 2007)

³ Dans le cadre des fonds à effet de levier, grâce à un système de prêt, le salarié souscripteur peut multiplier sa capacité d'investissement. En contrepartie de l'octroi de ce prêt, le salarié doit renoncer à la décote, aux dividendes et à une partie des gains en capitaux.

⁴ Les résultats sont reportés dans le tableau en annexe extrait d'Aubert et Rapp (2008).

c) Aubert, 2008 (German Journal of Human Resource Research)

Nous nous sommes ensuite intéressés aux conditions de réussite des ACRS. Très peu de recherches se sont intéressées à ces opérations. Bien sûr, l'article présenté précédemment abordait ce thème mais ne portait que sur une seule de ces opérations. Nous avons remédié à cette limite en procédant à des entretiens semi directifs suivis d'analyses de contenu thématiques afin de mettre en lumière les facteurs de succès de ces opérations. La population interrogée était constituée d'experts de l'épargne salariale chargés du montage des ACRS. A l'issue de cette étude empirique, nous avons pu formuler les facteurs de succès⁵ suivants :

- Les fonds à effet de levier : garantie du capital investi, le coût de ces produits, la complexité de ces opérations et les caractéristiques des employés ciblés.
- Les caractéristiques des ACRS : date, fréquence, contributions diverses de l'employeur et la complexité des informations.
- L'origine des fonds investis par les salariés : primes d'intéressement et de participation.
- La politique de communication.
- La décote.
- Les facilités de règlement : échelonnement des paiements sur plusieurs périodes, les prélèvements directs sur le compte du salarié, les crédits, le recours à une banque prestataire.

d) Aubert, Grand, Lapied et Rousseau, 2009 (revue Finance)

L'investissement en actionnariat salarié ne semble pas être compatible avec la composition d'un portefeuille efficient. Nous avons déjà évoqué les raisons possibles de cette incompatibilité. Cet argument a été soutenu par les contributions de plusieurs auteurs (Meulbroek, 2005 et Ramaswamy, 2003) s'efforçant de quantifier le coût de sous diversification engendré par l'investissement en actions de l'entreprise. Leurs résultats convergent et démontrent que ce coût est prohibitif. Toutefois, aucun de ces auteurs n'a pris en compte un des principaux avantages de l'actionnariat salarié, son effet incitatif. Concilier dans un même modèle le problème d'incitation en situation d'aléa moral et le problème de diversification de portefeuille n'avait pas été entrepris à notre connaissance. Nous nous y

⁵ Le schéma présentant les catégories de codage principales est reporté en annexe extrait d'Aubert (2008).

sommes employés en montrant qu'il existait un transfert optimal d'actionnariat salarié du dirigeant vers le salarié. Ce transfert remplit les conditions d'un équilibre de Nash parfait en sous jeu. La proposition suivante traduit cet équilibre

PROPOSITION : Pour un différentiel de désutilité de l'effort $\psi(e^H) - \psi(e^L)$ suffisamment faible, il existe un niveau d'actionnariat salarié optimal $c^* \in]0, \bar{c}]$ tel que $(V^{c^*,H}, U^{c^*,H})$ soit un équilibre de Nash parfait en sous-jeu (Selten, 1965). Il vérifie :

$$\omega(c^*) = \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + c^* W_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^H)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m$$

$$- \int_{-\infty}^{+\infty} \int_{-\infty}^{+\infty} u[W_s(1 + r_m \sigma_m + \mu_m) + c^* W_s(1 + r_e \sigma_e + \mu_e^L)] f(r_e, r_m) dr_e dr_m = \psi(e^H) - \psi(e^L)$$

avec $\bar{c} = \frac{W_d}{W_s} \frac{\mu_e^H - \mu_e^L}{1 + \mu_e^H}$

où :

W_d : richesse du dirigeant.

W_s : richesse du salarié.

c^* : transfert optimal.

r_e : rentabilité de l'action de l'entreprise.

r_m : rentabilité du portefeuille de marché.

σ_e : écart-type des rentabilités de l'action de l'entreprise.

σ_m : écart-type des rentabilités du portefeuille de marché.

e^i : niveau de l'effort avec $i = \{H, L\}$. e^H pour effort élevée et e^L pour un effort faible.

μ_e^i : espérance de rentabilité de l'action de l'entreprise conditionnelle de l'effort $i = \{H, L\}$.

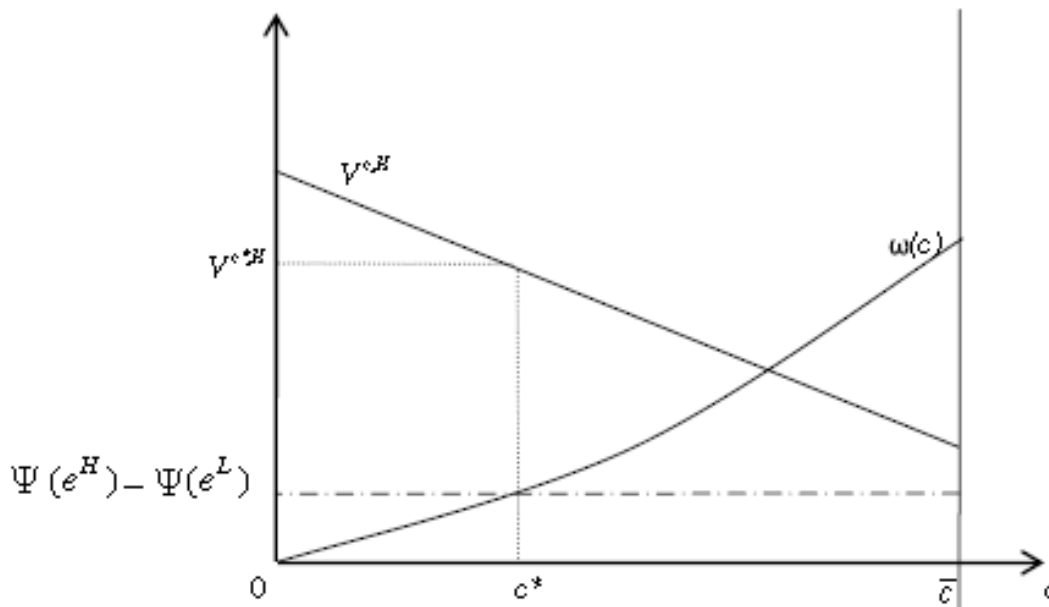
μ_m : espérance de rentabilité du portefeuille de marché.

$\psi(\cdot)$: désutilité de l'effort supportée par le salarié.

$\bar{c}$: seuil d'actionnariat salarié à partir duquel le dirigeant n'a plus intérêt à verser une contribution au salarié.

$\omega(c)$ traduit que l'utilité supplémentaire du salarié obtenue grâce à un effort élevé doit compenser le différentiel d'effort qu'il supporte.

La figure 1 propose une illustration de cette solution.

Figure 1 : Détermination de c^* 

Le niveau de c^* est donné par l'intersection du différentiel de désutilité de l'effort $\psi(e^H) - \psi(e^L)$ et $\omega(c)$ avec $V^{c,H}$ l'utilité du dirigeant avec un transfert c positif et un effort du salarié élevé décroissante du montant c .

Plusieurs simulations nous ont permis d'appréhender les relations entre les variables du modèle. Les principaux résultats sont :

- c^* décroît avec ρ_{em} , le coefficient de corrélation entre les rentabilités de l'action et le portefeuille de marché. Lorsque la corrélation avec le portefeuille de marché augmente, l'effet incitatif est obtenu pour un montant plus faible d'actionnariat salarié.
- c^* augmente avec μ_e^L , la rentabilité de l'action de l'entreprise avec un effort faible. Ce résultat met en lumière la situation relative des firmes au regard de leur productivité. Il indique que l'incitation est plus coûteuse pour les firmes les plus productives.

e) Aubert et Rapp, à paraître (revue Finance)

Comprendre les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise ne peut faire l'économie de la prise en compte de l'ensemble des composantes du patrimoine des salariés. La théorie du portefeuille préconise en effet d'observer l'ensemble des composantes patrimoniales pour juger de l'efficacité d'un portefeuille. Ainsi, le caractère risqué d'un investissement en actionnariat salarié ne pourra être apprécié qu'à l'aune des autres

investissements composant le portefeuille. Toutefois, la disponibilité des données relatives au patrimoine privé des salariés rend difficile cet exercice. Campbell (2006) souligne cette difficulté pour les Etats-Unis, pays où les données financières sont pourtant observées de façon assez systématique. Il indique qu'il en résulte que la majorité des études s'appuient sur des données déclaratives qui comportent des biais avérés⁶. Il est donc extrêmement difficile de porter une appréciation normative sur la composition du portefeuille d'un actionnaire salarié.

Notre travail de recherche s'est poursuivi dans cette direction, non pas en observant l'ensemble des caractéristiques patrimoniales mais uniquement la composition de l'épargne salariale. Cette démarche s'appuyait à nouveau sur les données concernant les salariés d'une banque française cotée au CAC 40. Ces données nous permettaient d'observer l'ensemble des catégories d'actifs de l'épargne salariale : actionnariat salarié, actions hors actionnariat salarié, obligations, liquidités, fonds diversifiés. Cette recherche poursuivait trois objectifs :

- Décrire les comportements d'épargne salariale de la population étudiée (statistiques descriptives, tests de comparaison des moyennes et de Chi-deux)⁷ ;
- Mettre en évidence les déterminants de la participation et du montant investi dans chaque catégorie d'actifs (modèles Heckman deux étapes probit et OLS pour contrôler et mesurer les biais de sélection)⁸ ;
- Mettre en évidence les déterminants de la variété des actifs du portefeuille c'est-à-dire du nombre de fonds communs de placement sélectionné et du nombre de catégories d'actifs (régression de Poisson sur variable dépendante de comptage)⁹.

Les variables indépendantes des analyses de régression étaient : l'âge, l'ancienneté, le sexe, le salaire, l'expertise financière, le niveau d'étude, le nombre de fonds offerts, le lieu de résidence. Parmi les principaux résultats apportés par cette recherche¹⁰, nous mettons tout d'abord en évidence des stratégies d'épargne extrêmes telles que de forts taux d'investissement en actionnariat salarié. Nous montrons ensuite qu'il existe une relation positive entre le nombre de fonds offerts et le nombre de fonds sélectionnés dans le plan. Nos résultats montrent enfin comment plusieurs proxies du capital humain sont associés aux stratégies d'investissement dans le plan d'épargne entreprise.

⁶ Notamment des biais de sélection, les répondants au questionnaire pouvant constituer une sous-catégorie de la population ayant des caractéristiques particulières. Ce phénomène rend impossible la généralisation des résultats de ces études.

⁷ Voir les tableaux 1, 2A, 2B, 3A et 3B reportés en annexe extraits d'Aubert et Rapp (à paraître).

⁸ Voir le tableau 4A en annexe extrait d'Aubert et Rapp (à paraître).

⁹ Voir le tableau 5A en annexe extrait d'Aubert et Rapp (à paraître).

¹⁰ Nous n'avons pas reportés en annexe les effets marginaux obtenus pour chaque régression (voir tableaux 4B et 5B).

3.1.3. Perspectives de recherche futures

Nous proposons de présenter les recherches en cours de réalisation d'une part et les projets que nous envisageons d'entreprendre à l'avenir. Ces projets s'inscrivent dans la continuité des travaux présentés ci-dessus.

3.1.3.1. Les recherches en cours

Nous avons réalisé une étude sur la performance des filiales d'un groupe français en 2008 en compagnie de deux autres chercheurs¹¹.

Une base de données a été réalisée suite à la fusion de données provenant de trois services distincts (Finance, Ressources Humaines et Actionnariat Salarié). A l'issue de cette opération, une série de tests et d'analyses ont été réalisés portant sur 912 filiales du périmètre France, suivies sur 5 années et sur 252 indicateurs au total. D'autres analyses ont permis d'étudier l'impact de l'actionnariat salarié sur des indicateurs de performance sociale.

Dans la continuité de ce projet analysant l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance des filiales, nous proposons d'utiliser les données recueillies afin d'étudier la composition des portefeuilles d'actions.

L'objectif de ce projet est de comprendre quelles variables permettent d'anticiper le comportement d'achat des salariés et donc la valeur du portefeuille d'actionnariat salarié de chaque salarié du groupe. D'après les recherches antérieures, plusieurs variables démographiques individuelles – l'âge, le sexe, le statut marital, la composition du patrimoine, le lieu de résidence, le métier, l'ancienneté, la rémunération, le rang hiérarchique – permettent d'appréhender les transactions des salariés. En revanche peu de recherches ont mis en évidence l'influence du contexte de travail – performances sociales et opérationnelles de la filiale – sur les transactions des salariés.

Pour mettre en œuvre ce projet, nous disposons d'ores et déjà de données concernant : - l'importance du portefeuille d'actions pour les années 2003-2007 (nombre de parts, valeurs liquidatives au 31 décembre 200N) ; - les caractéristiques individuelles des salariés (âge, sexe, ancienneté, CSP, pôle, division, établissement, retraité/présent/sorti) ; - les caractéristiques sociales et opérationnelles de la filiale d'appartenance (ROPA, CA, CAF, absentéisme, turnover, rémunération, intéressement, participation). Ces trois sources de données ont déjà fait l'objet d'un rapprochement.

¹¹ Xavier Hollandts et Thibault Daudigeos.

Les résultats obtenus permettront de mettre en évidence les variables déterminantes du niveau d'actionnariat salarié.

Cette base de données offre plusieurs possibilités de tests des déterminants de l'actionnariat salarié. Elle permet par ailleurs de tester les effets de l'actionnariat salarié sur la performance des filiales. Cette dernière problématique a déjà donné lieu à l'étude réalisée pour l'entreprise concernée. Nous détaillons ce projet ci-après section 3.2.3. La principale difficulté tiendra à la prise en compte des problèmes d'endogénéité des variables explicatives dans le cadre de données de panel.

3.1.3.2. Les projets de recherche

Nous détaillons ci-après les projets proposés.

Analyse normative des portefeuilles

Les données utilisées dans le cadre de notre thèse de doctorat et des articles présentés ci-dessus peuvent tout d'abord être exploitées d'un nouveau point de vue. Nous disposons en effet de la composition des portefeuilles d'épargne salariale des salariés et des historiques de valeurs liquidatives des fonds. Nous envisageons donc de réaliser des tests d'efficience de portefeuille. Cette analyse permettra de caractériser la rationalité des décisions des épargnants salariés. La principale limite de cette recherche tient au caractère partiel des données dont nous disposons. En effet, nous observons uniquement l'épargne salariale et pas la totalité du patrimoine. Néanmoins, des proxies du patrimoine pourraient être utilisés.

Nouvelles collectes de données

Les voies de recherche que nous avons énoncées dans les travaux déjà réalisés convergent vers un constat : la nécessité de collecter de nouvelles données. Parmi les nombreuses questions de recherche que nous proposons d'étudier, nous proposons notamment :

Quels sont les dispositifs mis en œuvre ?

- participation ;
- intéressement ;
- plans d'Epargne Salariale (et caractéristiques des abondements) ;
- actionnariat salarié (diverses formes et montants) ;

Quelles sont les caractéristiques de l'épargnant et de son entreprise qui déterminent ?

- les plans d'épargne salariale sélectionnés (PERCO, CCB, PEE) ;

3. Projet scientifique

- les catégories de fonds sélectionnés (monétaires, obligataires, diversifiés, actions, diversifiés, ISR) ;
- les montants épargnés ;
- le nombre de fonds et/ou le nombre de supports d'épargne sélectionnés ;
- le nombre et le montant des transactions (transferts entre supports au sein d'un même plan, transferts entre plans, retraits).

Quelle est l'influence des menus proposés sur :

- le nombre de plans sélectionnés (PERCO, CCB, PEE) ;
- le nombre de fonds sélectionnés ;
- l'exposition au risque du portefeuille.

Une nouvelle collecte de données peut s'appuyer sur des bases existantes ou peut nécessiter la mise en œuvre d'une collecte *ad hoc*.

▪ Les bases de données existantes :

Une première source de données concerne les sociétés gérant l'épargne salariale. Les données relatives à la composition et à l'évolution de l'épargne salariale sont détenues par les sociétés de gestion de fonds appelées les teneurs de compte et conservateurs de parts en épargne salariale (TCCP). Les TCCP prennent en charge la gestion administrative de l'épargne salariale. Ces entreprises réalisent l'ensemble des opérations courantes de gestion de l'épargne salariale pour le compte de leurs clients qui leur sous-traitent cette activité. Ces opérations concernent les versements, les rachats, les modifications des choix de placement, les transferts individuels de porteur¹². En revanche, les TCCP n'assurent en aucun cas la gestion financière des OPCVM d'épargne salariale conformément à la décision 2002-03 du Conseil des Marchés Financiers (CMF) relative à la tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale. Les TCCP sont généralement rattachés à des sociétés de gestion adhérentes de l'Association Française de Gestion Financière (AFG). L'AFG publie depuis 2004 chaque semestre¹³ des statistiques sur la tenue de compte en épargne salariale en s'appuyant sur les données transmises par les TCCP. L'utilisation de ces données serait envisageable dans le cadre d'un partenariat de recherche avec l'AFG.

¹²Titre IV de la décision 2002-03 du Conseil des Marchés Financiers relative à la tenue de compte-conservation dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale.

¹³ http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=318&Itemid=226&lang=fr.

- Collecte de données *ad hoc* :

Compte tenu des travaux déjà réalisés, nous considérons que notre programme de recherche doit s'orienter vers une meilleure compréhension des choix d'épargne salariale. Cette meilleure compréhension nécessite de disposer de données plus riches que celles qui ont déjà été exploitées en France. A ce titre, un rapport et document à paraître du Centre d'Analyse Stratégique¹⁴ suggère d'entreprendre un recueil de données comparable au « Shared Capitalism Project ». Ce projet entrepris par Joseph Blasi, Douglas Kruse et Richard Freeman a permis une collecte de données auprès de 46 000 salariés issus de nombreuses entreprises américaines. Il a donné lieu à la publication d'un ouvrage collectif en 2010¹⁵. Nous souhaiterions participer au lancement d'un projet comparable en France.

3.2. Actionnariat salarié, représentation des actionnaires salariés et des salariés, performance et gouvernement de l'entreprise

3.2.1. Littérature

Nous avons d'ores et déjà indiqué que deux points de vue s'opposent concernant la représentation des salariés et des actionnaires salariés dans les instances de direction des entreprises. Un premier point de vue considère que cette représentation a des effets négatifs sur la performance. Le second point de vue s'oppose au premier et considère que la participation des salariés et actionnaires salariés au gouvernement d'entreprise améliore la performance.

Le problème du contrôle est fréquemment avancé à l'encontre de la participation des salariés à la gestion. L'attribution du contrôle aux salariés conduit à une dilution de celui-ci. Plusieurs auteurs se soucient de ce phénomène. La théorie des droits de propriété s'intéresse à ce problème en précisant que la dispersion des droits de propriété atténue le droit que détiennent les propriétaires d'organiser l'entreprise comme ils le souhaitent. Cette dilution des droits de propriété est source d'inefficience¹⁶. La répartition à l'ensemble des salariés des droits sur la créance résiduelle et sur le contrôle n'incite pas les salariés à exercer un contrôle efficace.

¹⁴ Centre d'analyse stratégique (à paraître), *Améliorer la gouvernance d'entreprise et la participation des salariés*, Département Travail, Emploi et Formation.

¹⁵ Douglas L. Kruse, Richard B. Freeman, and Joseph R. Blasi (2010), *Shared Capitalism at Work: Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and Broad-based Stock Options*, The University of Chicago Press, Series: National Bureau of Economic Research Conference Report.

¹⁶ On trouve des illustrations de ce point de vue dans Furubotn et Pejovich (1974), Pejovich (1978) ; Furubotn (1978), Jensen et Meckling (1979) et Bergmann (1975).

Carson (1977) indique qu'une dilution des droits de propriété vers les salariés ne peut qu'entraîner le laxisme. On retrouve pourtant ici la critique adressée à toutes les entreprises modernes par Berle & Means (1932) concernant la diffusion de leur capital. A propos de la codétermination, Mintzberg (1983) considère qu'attribuer à un salarié un droit de vote pour élire un représentant qui est éloigné de lui n'est pas motivant. Il adhère aux résultats du psychologue Mulder (1971) d'après lesquels cette forme de participation des salariés à la gestion a plutôt tendance à accentuer les inégalités entre ceux qui exercent le pouvoir et ceux qui y sont soumis. Mulder conclut qu' « une plus grande participation permet aux plus puissants d'exercer leur pouvoir plus efficacement ». Les critiques de Mintzberg et Mulder portent sur l'efficacité des systèmes démocratiques dans l'entreprise. Ces thèses s'opposent à celles de McNulty (1975) qui va jusqu'à réclamer que le management tire sa légitimité de son élection par les salariés. Jensen & Meckling (1979) se montrent très critiques à l'égard des firmes autogérées. Selon Furubotn et Pejovitch (1972), les salariés seraient caractérisés par un horizon temporel restreint par rapport à celui de la firme dont les investissements s'inscrivent dans le long terme. Les salariés auraient tendance à attribuer peu de valeur aux investissements en capital dont ils ne tireraient pas de profit une fois sortis de la firme, après leur départ en retraite notamment. En conséquence, les programmes d'investissement votés par les salariés peuvent être insuffisants. Le troisième inconvénient induit que les salariés en place n'ont pas intérêt à ce que de nouveaux salariés soient embauchés. Cette embauche entraînerait en effet une dilution de la richesse qu'ils se partagent. Selon Jensen & Meckling (1979), les droits des salariés ne sont pas cessibles. En effet, dans le cas d'une firme autogérée, les droits résiduels sont attachés au statut de salarié. Cette non-transférabilité est la source de deux problèmes : un problème de surveillance (*monitoring problem*) et un problème de portefeuille (*portfolio problem*). La large diffusion des droits de propriété induit qu'aucun salarié n'a un intérêt suffisamment important à se spécialiser dans l'activité de surveillance. La non-transférabilité de leur droit de propriété engendre un sérieux problème de diversification de portefeuille.

Une limite importante de ces critiques est que les arguments proposés concernent principalement des structures de propriété très spécifiques – les firmes autogérées – ou des pratiques de gestion exceptionnelles – la codétermination notamment. La situation intermédiaire dans laquelle se trouvent la plupart des entreprises dotées d'actionnariat salarié est peu étudiée. Les critiques énoncées ci-dessus sont le plus souvent inspirées de la théorie des droits de propriété. Outre les arguments issus de la théorie des droits de propriété, Desbrières (2002) indique que la théorie positive de l'agence prédit une certaine inefficacité

de la participation aux décisions des actionnaires salariés. La théorie positive de l'agence désigne le conseil d'administration comme l'institution permettant la régulation des conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants. Les administrateurs représentant l'ensemble des actionnaires, un salarié actionnaire ne devrait alors siéger au conseil que dans la mesure où il est actionnaire sans pour autant représenter l'actionnariat salarié.

Une autre critique formulée à l'encontre de la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration tient à leur indépendance vis-à-vis des dirigeants. L'efficacité du contrôle exercé par les salariés actionnaires administrateurs dépend de cette indépendance. La collusion entre actionnaires salariés et dirigeants peut nuire aussi bien au contrôle interne exercé par le conseil d'administration qu'au contrôle externe provenant du marché des prises de contrôle. Les actionnaires salariés peuvent en effet refuser d'apporter leurs titres à une offre publique d'achat et ainsi mettre en échec les mécanismes disciplinaires du marché des prises de contrôle. Pour obtenir leur soutien, les dirigeants peuvent ainsi se constituer une clientèle d'actionnaires salariés auxquels ils réserveraient des avantages. Parce qu'il est potentiellement un mécanisme d'enracinement des dirigeants, l'actionnariat salarié est très souvent considéré comme un mécanisme de défense contre les OPA très efficace. A cet égard, on peut s'attendre à ce qu'il soit mal perçu par le marché.

En ce qui concerne les effets bénéfiques de la participation des salariés au gouvernement d'entreprise, ils seraient la conséquence de plusieurs arguments. Le modèle que Grossman et Hart (1986) proposent considère une situation dans laquelle les parties prenantes d'une entreprise doivent réaliser des investissements spécifiques. La caractéristique de ces investissements repose dans la difficulté de leur évaluation. Ces problèmes de mesure rendent impossible la signature d'un contrat complet entre les parties. Dans cette situation, les résultats de leur modèle concluent que les droits de propriété de l'entreprise doivent être attribués à celui dont les investissements spécifiques contribuent le plus à la valeur de l'entreprise mais qui ne peuvent faire l'objet d'un contrat. Ces droits de propriété empêchent les autres participants de l'exproprier. Leurs conclusions sont proches de celles d'Aoki (1980). Ce dernier considère en effet que le capital humain spécifique repose sur les compétences et les connaissances des travailleurs de longue durée. Ce capital humain spécifique à l'entreprise augmente sa valeur à long terme. Le modèle qu'il propose conclut à la répartition des profits entre les parties prenantes en proportion de leur pouvoir de négociation. Selon Zingales (2000), la nature de la firme a changé et le capital humain des

employés est devenu l'actif le plus précieux¹⁷. La valeur du capital humain spécifique nécessite qu'il soit protégé. Blair (1995) suggère que « lorsque les investissements en capital humain spécifique constituent une composante cruciale de la création de richesse, une importante solution au problème de gouvernance consiste à augmenter la propriété et le contrôle du capital par les employés » (notre traduction, p. 276). Selon Milgrom & Roberts (1992), « le capital humain n'est pas aisément transférable, si les droits résiduels provenant de ce capital appartiennent à ceux qui le créent, alors les arguments habituels avancés à propos des droits de propriété indiquent que le contrôle résiduel devrait aussi être attribué à ces individus » (notre traduction, p. 523). Blair (1999) ajoute que la propriété des actifs physiques incite les salariés à réaliser le niveau optimal d'investissement en capital humain spécifique¹⁸. En investissant dans des actions de son entreprise, les salariés actionnaires se soumettent à des risques importants. Ce faisant, ils lient à la fois leur capital humain et leur épargne à une seule entreprise, comportement qui s'oppose aux préconisations de la théorie moderne du portefeuille. La contrepartie de cette prise de risque peut être l'incitation plus forte des salariés à exercer un contrôle efficace des décisions de leurs dirigeants. De cette façon, l'efficacité du contrôle exercé par des salariés membres d'un conseil d'administration peut dépendre des investissements spécifiques réalisés dans la firme¹⁹. Plus les actionnaires salariés investiraient dans l'entreprise des capitaux humain et financier spécifiques et plus ils seraient incités à exercer un contrôle efficace. Selon Desbrières (1997), la solution la moins coûteuse et la plus efficace permettant de compenser les risques encourus par les salariés actionnaires est leur participation à l'administration de l'entreprise. Leur double statut leur permettrait de confronter des sources d'informations différentes. Le salarié actionnaire occupe en effet une position singulière dans l'organisation. En tant que salarié, il appartient à la « coalition interne » de l'organisation, et il appartient à la « coalition externe » du fait de sa participation financière. Cette confrontation de différentes sources d'informations est susceptible d'améliorer le contrôle qu'ils exercent sur les dirigeants²⁰. Participer au conseil d'administration permettrait aux salariés de protéger plus efficacement leurs investissements spécifiques. D'après Smith (1991), la participation des salariés au conseil d'administration tend aussi à diminuer cette asymétrie informationnelle en limitant :

¹⁷Ses conclusions se basent sur Rajan et Zingales (2000a).

¹⁸D'après les conclusions de Grossman et Hart (1986) et Hart et Moore (1990).

¹⁹Desbrières (2002).

²⁰Desbrières (1997).

- La propension qu'ont les dirigeants à s'auto désigner comme étant la principale source de productivité et d'innovation dans l'organisation. Ces comportements justifient l'augmentation de leur rémunération et de leurs avantages.
- Les conflits provenant des divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants.
- La dissimulation ou la manipulation d'informations spécifiques par les dirigeants concernant leurs décisions et leur niveau de compétence et d'effort.

De ce point de vue, la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration peut limiter ou empêcher les dirigeants de mettre en œuvre des stratégies aboutissant à la constitution de bénéfices privés.

En France, peu de tests empiriques de ces théories ont été conduits. Guedri et Hollandts (2008) et Hollandts et Guedri (2008) constituent des exceptions. Les premiers mettent en évidence une relation curvilinéaire inversée entre l'actionnariat salarié et le rendement du capital investi (ROA). Cette relation n'est pas confirmée lorsque le ratio valeur de marché sur valeur comptable est la variable dépendante. Ils indiquent par ailleurs que ces relations sont indépendantes de la représentation des salariés au conseil d'administration. Les résultats de seconde recherche indiquent que la présence d'actionnaires salariés au conseil d'administration atténue les effets positifs de l'actionnariat salarié. En revanche, la présence de syndicalistes au conseil d'administration n'atténue pas l'impact positif de l'actionnariat salarié sur la performance de l'entreprise.

Nous pouvons constater que les arguments théoriques en présence, concernent à la fois la représentation des salariés et des salariés actionnaires au gouvernement d'entreprise. Les travaux que nous avons entrepris s'inscrivent dans cette démarche.

3.2.2. Travaux réalisés et en cours d'évaluation

Les travaux réalisés et en cours que nous présentons ci-après utilisent la base de données de l'Institut Français du Gouvernement des Entreprises (IFGE), centre de recherche rattaché à l'Ecole de Management de Lyon. Ces données concernent 230 entreprises appartenant à l'indice SBF 250 sur la période 2000-2005. Cet indice comprend les 250 principales entreprises cotées sur le marché français en termes de capitalisation boursière. Le panel de données comprend 1150 observations (230 entreprises x 5 années). Les données relatives à l'actionnariat ainsi qu'à la composition, la structure et le fonctionnement des conseils d'administration ou de surveillance des entreprises sont issues des documents de référence déposés auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Les données sur la performance économique et financière des entreprises sont issues de la base de données *Thomson One*

Banker. Enfin, les éléments biographiques des dirigeants proviennent de la base de données *Who's Who in France*.

a) Hollandts, Guedri et Aubert, 2009 (chapitre d'ouvrage publié par la Documentation française)

Cet article s'interroge sur la problématique suivante : les administrateurs salariés ont-ils une influence sur la performance de l'entreprise ? Il présente des statistiques descriptives sur la représentation des salariés dans les entreprises du SBF 250 entre 2000 et 2005. Une étude longitudinale a ensuite été réalisée sur ces données²¹. Cette dernière offre non seulement un état des lieux de la représentation des salariés au gouvernement d'entreprise, mais permet aussi, et tout particulièrement, la production de résultats économétriques testant l'effet de la représentation des salariés sur la performance de l'entreprise.

Six modèles ont été définis afin de réaliser nos tests économétriques. Le modèle 1 présente le modèle de base de cette étude. Il contient l'ensemble des variables de contrôle. Ce modèle nous permet de contrôler l'influence de la taille de l'entreprise et de l'actionnariat sur la performance de l'entreprise. Les résultats montrent que les variables supplémentaires testées successivement ne sont dès lors pas contingentes à la taille et l'actionnariat de l'entreprise. Le modèle 2 teste le nombre d'administrateurs indépendants afin de prendre en considération cette variable essentielle de la qualité du gouvernement d'entreprise. Les modèles 3 à 6 testent différentes mesures de la représentation des salariés au gouvernement d'entreprise (présence ou absence d'au moins un représentant des salariés ; nombre d'administrateur représentant les salariés/nombre total d'administrateurs ; nombre total d'administrateurs représentant les salariés ; présence d'un administrateur salarié syndicaliste (ou représentant des actionnaires salariés)).

De manière globale, il apparaît que la représentation des salariés, quelle que soit la manière de mesurer cette variable, est toujours associée positivement et significativement à la performance de l'entreprise, alors que dans le même temps, les administrateurs indépendants sont associés négativement et significativement à la performance de l'entreprise. La présence d'au moins un administrateur salarié, quant à elle, est associée de manière positive et significative cette performance. Cet effet positif est également détecté si on cherche à tester spécifiquement l'effet de la présence d'administrateur syndicaliste, élu ou nommé sur un poste d'administrateur salarié ou un poste d'administrateur « salarié actionnaire » (modèle 6). Les résultats montrent que la présence d'un administrateur salarié syndicaliste est liée positivement

²¹ Voir le tableau 3 reporté en annexe extrait de Hollandts, Guedri et Aubert (2009).

à la performance de l'entreprise. Il apparaît, que contrairement aux prédictions théoriques, la présence de salariés au conseil d'administration est positivement associée à la performance de l'entreprise, à l'inverse des administrateurs indépendants.

b) Hollandts et Aubert (en cours d'évaluation)²²

La loi du 30 décembre 2006 a rendu la représentation des actionnaires salariés au sein des conseils d'administration ou de surveillance des sociétés cotées dès lors que 3% du capital est détenu par les actionnaires salariés. Cet article examine quelles sont les conséquences de la représentation des actionnaires salariés sur le fonctionnement du gouvernement d'entreprise ? Nous avons réalisé un recensement exhaustif des représentants des actionnaires salariés avant l'entrée en vigueur de la loi afin de mieux connaître ce nouveau type d'administrateurs. Ce recensement nous a permis d'identifier le contexte dans lequel ces représentants évoluent mais également de mettre en évidence les caractéristiques personnelles et biographiques de ces représentants²³.

Le recensement que nous avons effectué sur les entreprises cotées avant l'entrée en vigueur de la loi du 30 décembre 2006 met en évidence plusieurs éléments. A mesure que l'actionnariat salarié se diffuse, la représentation des actionnaires salariés tend à s'accroître. Cependant, cette représentation reste cantonnée au monde des « très grandes entreprises » qui ont les moyens et la volonté d'associer leurs salariés au capital et parfois à la gouvernance de leur organisation. Les représentants des actionnaires salariés siègent donc en grande majorité dans les entreprises appartenant ou ayant appartenu au CAC 40. Ils siègent dans des conseils de grande taille comportant une part majoritaire d'administrateurs indépendants. Les représentants des actionnaires sont quasiment tous issus de la population cadre et représentent des associations internes d'actionnaires salariés non issues du monde syndical. Ils accèdent à ce poste en fin de carrière et exercent rarement plus de deux mandats.

c) Hollandts, Aubert et Guedri (à paraître)²⁴

Cet article examine les facteurs, qui, en l'absence d'obligation légale, déterminent la présence de représentants des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance. L'analyse de la littérature nous permet de suggérer que la présence d'un représentant des actionnaires salariés est déterminée à la fois par le niveau d'enracinement du dirigeant ainsi

²² Cet article est une version préliminaire sujette à modifications.

²³ Voir les tableaux 1, 2, 3 et 4 reportés en annexe extraits de Hollandts et Aubert (en cours d'évaluation).

²⁴ Cet article est une version préliminaire sujette à modifications.

que par la capacité du conseil à résister à la stratégie d'enracinement de ce même dirigeant. Nous suggérons les hypothèses suivantes :

- Hypothèse 1 : Il existe une relation négative entre le degré d'enracinement du dirigeant et la présence d'un représentant des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance.
- Hypothèse 2 : Il existe une relation négative entre la proportion d'administrateurs externes et la présence d'un représentant des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance.
- Hypothèse 3 : Il existe une relation négative entre l'existence d'une structure duale et la présence d'un représentant des actionnaires salariés au conseil de surveillance.
- Hypothèse 4 : Il existe une relation négative entre la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration et la présence d'un administrateur représentant les actionnaires salariés.

Pour chaque entreprise et pour chaque année, la représentation des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration ou de surveillance a été mesurée par une variable binaire, qui prend la valeur de 1 si l'entreprise compte au moins un administrateur représentant les actionnaires salariés et 0 en l'absence d'une telle représentation. Une telle variable dépendante a nécessité l'utilisation de la régression probit sur données de panel.

Nos résultats²⁵ confirment l'existence d'une relation entre le degré d'enracinement du dirigeant et la présence de représentants des actionnaires salariés au conseil (hypothèse 1). Les résultats liés aux hypothèses 2, 3 et 4 relatives à la capacité du conseil à résister à la stratégie d'enracinement du dirigeant sont elles aussi confirmées. Ces résultats montrent que la proportion d'administrateurs externes (hypothèse 2), la présence d'une structure duale à directoire et conseil de surveillance (hypothèse 3) et la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration (hypothèse 4) diminuent la probabilité d'une représentation des actionnaires salariés au conseil.

3.2.3. Perspectives de recherche futures

3.2.3.1. Les recherches en cours

Le principal projet de recherche (en collaboration avec Xavier Hollandts et Thibault Daudigeos) en cours concerne la base de données constituée au sein d'un groupe de bâtiment

²⁵ Voir les tableaux 1 et 2 reportés en annexe extraits de Hollandts, Aubert et Guedri (en cours)

et travaux publics français²⁶. Ce projet consistera à mettre en conformité les résultats préliminaires communiqués au groupe mandataire avec les standards académiques. Il s'agissait d'expliquer les performances économique et sociales (absentéisme, taux de rotation de la main d'œuvre, rentabilité financière) par les pratiques d'épargne salariale mises en œuvre par l'entreprise (intéressement, participation, actionnariat salarié) en contrôlant des variables de contexte (taille de la filiale, masse salariale, secteur notamment). Ces résultats nécessitent en effet que de nouveaux tests de robustesse soient réalisés. Ils concernent notamment le traitement des problèmes d'endogénéité des variables explicatives dans le cadre d'un panel sur cinq années.

3.2.3.2. Les projets de recherche

Nous détaillons ci-après les projets proposés.

Décote sur le cours de l'action attribuée aux salariés comme signal imparfait de la qualité du dirigeant

Un article de Benartzi (2001) a suggéré ce projet. Ce dernier indiquait que le fait de donner des contributions en actions de l'entreprise était interprété par les salariés comme un conseil d'achat implicite exprimé par le dirigeant ayant une meilleure information sur la juste valeur de l'entreprise. Il désigne ce phénomène *endorsement effect*. Cet effet comportemental peut être appréhendé comme un problème d'asymétrie d'information.

Le niveau de la décote serait ainsi considérer un signal imparfait sur la qualité du dirigeant. Les dirigeants signaleraient leur qualité (bon ou mauvais) par leur décision d'accorder une décote plus ou moins importante aux salariés. La relation entre dirigeant et actionnaire salarié se traduirait de ce point de vue par un équilibre bayésien parfait.

Les mauvais dirigeants savent que la valeur de leur entreprise est mauvaise et ils l'observent. Ils anticipent la perte de leur poste. La littérature considère souvent que l'actionnariat salarié est un moyen pour le dirigeant de s'enraciner à son poste. Les actionnaires salariés votent en effet souvent pour le statu quo dans le cadre d'une OPA hostile par exemple. De ce point de vue, l'actionnariat salarié favorise l'enracinement des dirigeants.

Les bons dirigeants savent que la valeur de leur entreprise est bonne et ils l'observent. Ils utilisent l'actionnariat salarié pour bénéficier des effets incitatifs et non pour s'enraciner. Cet effet incitatif doit compenser la vente des actions à un prix plus faible que sa juste valeur.

Du point de vue des actionnaires salariés, les gains dépendent de la qualité de leur dirigeant.

²⁶ Voir infra section 3.1.3.1.

Utilisation de la base de données de l'Institut Français du Gouvernement d'Entreprise (IFGE)

Les projets que nous proposons ci-après reposent sur l'utilisation des données regroupées par Xavier Hollandts et Zied Guedri au sein de l'IFGE.

Nous nous proposons d'étudier la relation entre l'actionnariat salarié et le coût du capital des entreprises du SBF 250 sur la période 2000-2005. Cette problématique a fait l'objet d'une recherche conduite par Barney (1990) sur un échantillon d'entreprises japonaises. L'auteur considère que les conflits d'intérêts au sein de l'entreprise peuvent être réduits grâce à l'actionnariat salarié. Sur un marché efficient, la réduction de ces conflits d'intérêt doit se refléter dans le coût du capital mesuré par le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). L'auteur confirme son hypothèse. Une telle recherche n'a pas été entreprise en France à notre connaissance.

Conclusion

Ce projet scientifique nous a permis d'articuler nos recherches déjà réalisées avec les recherches déjà entreprises et nos projets à venir. Deux thèmes principaux ont jusqu'alors été étudiées par nos recherches : les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise et les liens entre actionnariat salarié, performance et gouvernement d'entreprise.

Nous avons choisi de présenter des projets de recherche dont l'avancement est très variable. Les projets les moins avancés ne sont pas les moins ambitieux. Leur réalisation nécessite un travail important s'étalant sur plusieurs années. Nous remercions les évaluateurs du temps consacré et de l'intérêt porté à la lecture de notre programme de recherche.

Annexes

Résumés des travaux de recherche

« **Employees' investment behaviors in a company based savings plan** », *Revue Finance* (avec Thomas Rapp), à paraître.

Cet article présente une étude des comportements d'épargne salariale d'une population de 44 649 salariés d'une entreprise française cotée sur l'indice CAC 40. Le plan d'épargne du groupe étudié offre aux employés un choix parmi plusieurs catégories d'actifs financiers correspondant aux classes habituellement répertoriées par les institutions financières. Cet article s'intéresse aux déterminants de la participation et du montant total investi dans le plan d'épargne salariale et présente les déterminants individuels du choix de chacune des catégories d'actifs et du choix du niveau de diversification. Nous mettons en évidence des stratégies d'épargne extrêmes telles que de forts taux d'investissement en actionnariat salarié. Nous montrons qu'il existe une relation positive entre le nombre de fonds offerts et le nombre de fonds sélectionnés dans le plan. Nos résultats montrent comment plusieurs proxies du capital humain sont associés aux stratégies d'investissement dans le plan d'épargne entreprise.

« **Is employee ownership so senseless?** », *Revue Finance*, (avec Bernard Grand, Patrick Rousseau et André Lapied), 2009, Vol. 30, n°2.

Depuis Enron et la ruine de milliers d'employés, l'actionnariat salarié est très critiqué. Investir en actions de son employeur s'apparenterait à composer un portefeuille mal diversifié. En outre, la controverse sur le lien entre actionnariat salarié et performance d'entreprise ne justifierait pas la mise en œuvre de cette pratique. Il n'en demeure pas moins que l'actionnariat salarié est adopté par des milliers d'entreprises et des millions de salariés à travers le monde. Cet article étudie une situation d'aléa moral dans laquelle un manager neutre envers le risque offre des actions de son entreprise à son salarié. Le modèle démontre l'existence d'un transfert optimal d'actionnariat salarié satisfaisant les préférences envers le risque de l'actionnaire salarié et ayant un effet incitatif. Il apporte ainsi un argument rationnel en faveur de l'actionnariat salarié.

« **Les salariés actionnaires : pourquoi investissent-ils dans leur entreprise ?** », *Finance, Contrôle, Stratégie*, (avec Thomas Rapp), 2008, Vol. 11, n°4.

Les comportements d'épargne des salariés actionnaires de leur entreprise offrent un terrain privilégié de confrontation des courants néo-classique et comportemental de la finance. Afin de tester les hypothèses issues de ces théories, nous utilisons les données relatives à 44 649 salariés d'un groupe bancaire coté et analysons quatre dimensions de l'investissement en actionnariat salarié : (i) la participation à une augmentation de capital réservée aux salariés, (ii) l'intensité de l'investissement, (iii) le type d'offre sélectionné, (iv) la concentration de l'épargne salariale totale en actionnariat salarié. Les résultats confirment nos hypothèses et montrent la complémentarité des approches classique et comportementale.

« Developing an ownership culture with employee share purchase plans », *German Journal of Human Resource Research*, 2008, Vol. 22 (2).

Les effets positifs de la participation des salariés sur la performance sont intimement liés à la mise en œuvre d'une culture d'entreprise : la « culture de la propriété » (*ownership culture*). Cette culture peut être stimulée grâce aux augmentations de capital réservées aux salariés (ACRS). Cet article met en évidence les facteurs de succès d'une ACRS. Pour ce faire, nous proposons une analyse de la littérature sur la décision des salariés d'investir en actions de leur entreprise. Nous présentons ensuite les données et la méthode d'investigation de l'étude empirique. Nous avons conduit des entretiens semi directifs avec des experts français de l'épargne salariale. Nous utilisons une analyse de contenu thématique pour analyser ces entretiens. Une nouvelle section présente les résultats de cette recherche. Nous montrons que les décisions suivantes stimulent l'investissement des salariés dans l'ACRS : – proposer des fonds à effet de levier – autoriser les salariés à transférer leur primes – offrir une décote sur le cours de l'action – proposer des facilités de règlement – la mise en œuvre d'une politique de communication. Une dernière question propose une discussion de nos résultats.

« Understanding employer's stock holdings in the French company savings plans using the literature on the American 401(k) plans », *Gestion* 2000, Nov.-Déc. 2006.

Ce travail présente la littérature relative aux choix des salariés pour des actions de leur entreprise dans le cadre des plans de retraite américains à contribution défini 401(k). Ses résultats présentent un intérêt pour l'entreprise si l'on considère les impacts potentiels de l'actionnariat salarié en termes de gouvernance et d'amélioration des performances. Ces plans ainsi que le Plan d'Épargne Entreprise français ont en effet en commun de donner aux salariés le choix d'investir dans plusieurs catégories de fonds parmi lesquels figurent des fonds d'actionnariat salarié. Les résultats des recherches américaines dans le cadre des plans 401(k) révèlent que le choix des salariés pour l'actionnariat salarié est guidé par - les contributions de l'entreprise dans les fonds d'actionnariat salarié - leur extrapolation excessive des rentabilités passées - leur familiarité et leur loyauté envers leur entreprise - des heuristiques de décisions - les caractéristiques personnelles des salariés et celles de leur entreprise.

« Représentation du travail au conseil d'administration et performance de l'entreprise : une étude empirique sur le SBF 250 (2000-2005) » (2009) (avec Xavier HOLLANDTS et Zied GUEDRI), In Conchon A. & Auberger M.-N. : Les administrateurs salariés et la gouvernance d'entreprise, La Documentation Française.

Cet article contribue au débat sur la présence des salariés au conseil d'administration des entreprises. Il pose la problématique suivante : les administrateurs salariés ont-ils une influence sur la performance de l'entreprise ? Pour y répondre, nous analysons dans une première partie les différents arguments théoriques permettant d'envisager l'effet de la représentation des salariés au conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Dans une seconde partie, nous présentons les résultats d'une étude longitudinale d'envergure portant sur les sociétés du SBF 250 (2000-2005). Cette dernière offre non seulement un état des lieux de la représentation des salariés au gouvernement d'entreprise, mais permet aussi, et tout particulièrement, la production de résultats économétriques testant l'effet de la représentation des salariés sur la performance de l'entreprise.

« Les déterminants de la représentation des actionnaires salariés au Conseil d'administration (ou de surveillance) : une analyse empirique (2000-2005) », à paraître, (avec Xavier Hollandts et Zied Guedri), *Management International*.

Cet article analyse les facteurs qui déterminent la présence de représentants des actionnaires salariés au sein du conseil d'administration ou de surveillance. Nous suggérons qu'un faible degré d'enracinement du dirigeant favorise la présence de représentants des actionnaires salariés, réputés loyaux et passifs envers leur dirigeant. Cependant, la capacité de résistance du conseil d'administration ou de surveillance à la stratégie d'enracinement du dirigeant, déterminée par sa composition et sa structure, réduit la probabilité de la présence de représentants des actionnaires salariés. Nos résultats basés sur une étude quantitative montrent que le degré d'enracinement du dirigeant ainsi que la capacité de résistance du conseil réduisent significativement la probabilité d'une représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration ou de surveillance.

« Devenir actionnaire salarié : les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise » (2009), Aumage Editions, Collection dirigée par la Fédération Française des Actionnaires Salariés, 183 pages. (Extrait de la thèse de doctorat)

Notre recherche est motivée par un constat. L'actionnariat salarié est une forme d'épargne de plus en plus plébiscitée. La concentration de l'épargne salariale en actionnariat salarié est de plus en plus forte. Ces évolutions traduisent un fait : les salariés confrontés à une offre d'épargne salariale ont tendance à sélectionner l'actionnariat salarié. La forte exposition au risque des salariés actionnaires peut avoir des conséquences pour leur patrimoine et leur emploi. Pour l'entreprise, les coûts de cette exposition au risque peuvent aussi être conséquents. Ces constats nous ont conduits à nous interroger sur les causes des investissements des salariés en actionnaires de leur entreprise. Se faisant, cette recherche tente de répondre à la question : Quels sont les déterminants des investissements des salariés en actions de leur entreprise ? Nous nous intéressons pour cela plus particulièrement au cas de l'actionnariat salarié dans le cadre des Plans d'Epargne Entreprise (PEE). Les études empiriques apportent plusieurs résultats. La phase exploratoire de la recherche indique l'influence du cadre juridique français sur les choix d'investissement des salariés. Elle permet de mettre en lumière quatre groupes de déterminants de l'investissement des salariés en actions de leur entreprise : les augmentations de capital réservées aux salariés, le cadre de l'épargne salariale, les caractéristiques des entreprises et les caractéristiques des salariés. En ce qui concerne les résultats des analyses quantitatives, ils portent sur l'effet de plusieurs variables dépendantes sur trois dimensions de la décision d'investissement des salariés d'une entreprise française cotée : la décision de participer à une augmentation de capital, le montant investi et la concentration de l'épargne salariale totale en actionnariat salarié. La plupart des résultats obtenus sont significatifs et similaires pour les trois décisions étudiées.

« La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : un état des lieux » (avec Xavier Hollandts), soumis à *Gestion 2000*.

L'actionnariat salarié a connu un développement important depuis ces vingt dernières années. Les salariés constituent désormais des actionnaires de référence dans le capital des entreprises. Dans ce contexte, la loi du 30 décembre 2006 garantit désormais la représentation des actionnaires salariés au sein des conseils d'administration ou de surveillance des sociétés

cotées. Partant de ce constat, cet article examine la question de recherche suivante : quelles sont les conséquences de la représentation des actionnaires salariés sur le fonctionnement du gouvernement d'entreprise ? Cette représentation étant rendue obligatoire, nous avons souhaité réaliser un recensement exhaustif des représentants des actionnaires salariés avant l'entrée en vigueur de la loi afin de mieux connaître ce nouveau type d'administrateurs. Ce recensement nous a permis d'identifier le contexte dans lequel ces représentants évoluent mais également de mettre en évidence les caractéristiques personnelles et biographiques de ces représentants.

Tableaux et figures

- Extrait de Aubert et Rapp, 2008 (revue Finance Contrôle Stratégie) :

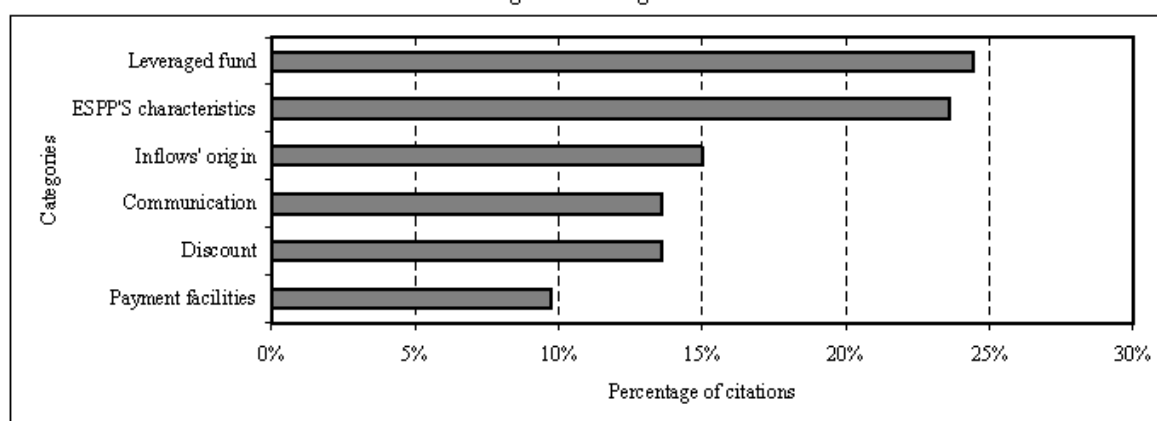
Tableau 3 : Résultats des analyses de régression

Variables explicatives	Régression Probit (section 2.2.1)	Régression tronquée (section 2.2.2)	Régression Tobit (section 2.2.3)	Régression Tobit (section 2.2.4)
Age	-0,0124*** (18,84)	-0,0086*** (17,40)	-0,0082*** (13,79)	-0,0047*** (23,31)
Capital humain	-0,0059 (0,42)	-0,0092 (0,94)	-0,0311** (2,39)	-0,0086* (1,90)
Ln(rémunération annuelle)	0,4657*** (18,52)	1,0939*** (64,00)	0,3759*** (18,92)	0,3354*** (49,79)
Résidence	0,0271 (1,21)	0,0560*** (5,82)	0,0087 (0,52)	-0,1469*** (21,57)
Sexe	0,0642*** (4,51)	0,1477*** (15,96)	0,0541*** (4,32)	0,0181*** (3,98)
Connaissance financière	-0,0576** (2,49)	0,0754*** (5,75)	-0,0708*** (3,96)	0,0267*** (4,05)
Patrimoine	4,18e-6*** (11,52)	3,66e-6*** (20,03)	-1,38e-6*** (5,90)	—
Epargne transférable	0,0002*** (31,98)	0,00004*** (19,53)	0,00006*** (25,37)	—
Dotation AS	0,6156*** (36,06)	-0,0978*** (6,81)	0,6583*** (41,60)	—
Effet de levier	—	0,9843*** (77,34)	—	—
Nombre de fonds proposé	—	—	—	-0,0167*** (23,42)
Constante	-5,3948*** (21,94)	-3,4372*** (20,33)	-4,5470*** (23,00)	-2,5908*** (39,62)
Pseudo R ²	0,21	0,56	0,74	0,05
Nombre d'observations	44 649	44 649	44 649	44 649

Note : La variable dépendante du modèle Probit est une variable dichotomique prenant la valeur de 1 pour les participants, 0 autrement. La variable dépendante de la régression tronquée est le logarithme de la somme investie dans l'augmentation de capital réservée aux salariés. La troncature de la variable dépendante est fixée à 0. Les variables dépendantes des modèles Tobit sont respectivement la proportion du montant investi dans l'augmentation de capital réservée aux salariés et la proportion de l'épargne salariale totale investie en actionnariat salarié. Chacune de ces deux variables fait l'objet d'une censure inférieure à 0 et d'une censure supérieure à 1. La variable Résidence prend pour valeur 1 si le salarié vit en Ile-de-France. La variable sexe prend pour valeur 1 si le salarié est un homme. La variable Dotation AS prend la valeur 1 si le salarié détient des actions de l'entreprise avant l'opération. Les valeurs absolues des z-stats sont indiquées entre parenthèses. * significatif à 10%, ** significatif à 5%, *** significatif à 1%.

- Extrait de Aubert, 2008 (German Journal of Human Resource Research)

Figure 1: Categories



- Extrait de Aubert et Rapp, à paraître (revue Finance)

Table 1: Description of employees' demographic characteristics

Continuous variables	Overall			Participation					
	N	Mean	SD	Yes			No		
				N	Mean	SD	N	Mean	SD
Age	44,649	45	10.6	40,955	44.72***	10.65	3,694	46.47***	10.45
Time with company	44,649	16	13.6	40,955	15.82***	13.50	3,694	19.88***	13.82
Salary	44,649	34,537	169,259	40,955	35,193.39***	17,311.18	3,694	27,209.77***	8983.4
Dichotomous variables	Participation in the plan								
	N	%	Yes		No		p-value		
			N	%	N	%			
Residence									<0.001
	Paris region	25,734	57.64%	23,501	91.32%	2,233	8.68%		
	Else where	18,915	42.36%	17,479	92.41%	1,436	7.59%		
Gender									0.006
	Male	18,844	42.00%	17,375	92.20%	1,469	7.80%		
	Female	25,805	58.00%	23,605	91.47%	2,200	8.53%		
Education									<0.001
	≥ School Certificate	42,923	96.20%	39,445	91.90%	3,478	8.10%		
	Master's Degree ≥	1,726	3.80%	1,535	88.93%	191	11.07%		
Financial expertise									<0.001
	No	39,257	88.00%	35,682	90.89%	3,575	9.11%		
	Yes	5,392	12.00%	5,298	98.26%	94	1.74%		
Funds offered									<0.001
	1-5 funds	1,408	92.09%	1,399	99.36%	9	0.64%		
	6-10 funds	2,124	3.15%	2,087	98.26%	37	1.74%		
	>10 funds	41,117	4.76%	37,494	91.19%	3,623	8.81%		

Note: Age and time with the company are specified in years. Salary is gross annual fixed remuneration. The Funds offered variable describes the number of funds offered to an employee in his subsidiary. Residence equals to 1 for savers living in the Paris region and 0 otherwise. Gender takes the value 1 for a man and 0 for a woman. Education takes the value 1 for employees with a Master's Degree or higher and 0 otherwise. Financial expertise equals 1 when the employee's job requires financial expertise (asset management, finance and investment banking, private equity, financial services and support function risks), and 0 otherwise. For each continuous variable, we tested the null hypothesis of equality of the means between participants and non participants. * significant at 10%, ** significant at 5%, *** significant at 1%. P-values report the level of significance of the Chi-squared test.

Table 2A: Distribution of employee savers by asset category – Percentage of the company savings plan

Percentage of the plan	Stocks Overall		Non Employer's Stocks		Company Stocks		Bonds Assets		Monetary Assets		Diversified Assets	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
x=0	12,638	28%	38,905	87%	13,397	30%	40,526	91%	15,583	35%	16,190	36%
0 ≤ x ≤ 20	3,649	8%	2,922	7%	4,276	10%	2,671	6%	10,310	23%	9,662	22%
20 ≤ x ≤ 40	7,082	16%	1,380	3%	7,885	18%	816	2%	8,147	18%	6,663	15%
40 ≤ x ≤ 60	7,857	18%	746	2%	<u>7,820</u>	<u>18%</u>	304	1%	5,601	13%	4,032	9%
60 ≤ x ≤ 80	6,926	16%	423	1%	6,189	14%	135	0%	1,869	4%	135	0%
80 ≤ x ≤ 100	4,475	10%	156	0%	3,233	7%	93	0%	1,064	2%	7,967	18%
x=100	2,022	5%	117	0%	1,849	4%	104	0%	2,075	5%	0	0%
Total	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%

Note: The table presents statistics for the several assets categories allocation. We consider the frequency distribution of the observations in the sample. For each range of percentage displayed (x=0, 0≤x≤20, 20≤x≤40, 40≤x≤60, 60≤x≤80, 80≤x≤100 and x=100), this table shows the number of employees (column N) and the corresponding percentage of the population (column %) for a given asset category. The asset categories are: Stocks overall, non employer's stocks, company stocks, bonds assets, monetary assets and diversified assets. For instance (see underlined numbers), 7,820 employees representing 18% of the population hold between 40% and 60% of their company savings plan in their company stocks.

Table 2B: Distribution of employee savers by asset category – Value in Euros

Euros	Stocks Overall		Non Employer's Stocks		Company Stocks		Bonds Assets		Monetary Assets		Diversified Assets	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
0	12,638	28%	38,905	87%	13,397	30%	40,526	91%	15,583	35%	16,190	36%
1 - 4,999	12,712	28%	2,663	6%	12,810	29%	2,615	6%	16,526	37%	18,148	41%
5,000 – 9,999	5,517	12%	1,068	2%	5,761	13%	781	2%	5,481	12%	5,815	13%
10,000 – 14,999	3,533	8%	532	1%	3,571	8%	286	1%	2,685	6%	1,983	4%
15,000 – 19,999	2,334	5%	375	1%	<u>2,327</u>	<u>5%</u>	171	0%	1,612	4%	829	2%
20,000 – 24,999	1,633	4%	241	1%	1,575	4%	87	0%	958	2%	475	1%
25,000 – 29,999	1,286	3%	172	0%	1,186	3%	54	0%	568	1%	331	1%
30,000 – 34,999	926	2%	140	0%	853	2%	31	0%	402	1%	241	1%
35,000 – 39,999	732	2%	97	0%	632	1%	25	0%	238	1%	152	0%
40,000 – 44,999	584	1%	85	0%	511	1%	20	0%	148	0%	117	0%
45,000 – 49,999	425	1%	64	0%	339	1%	15	0%	109	0%	82	0%
+ 50,000	2,329	5%	307	1%	1,687	4%	38	0%	339	1%	286	1%
Total	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%	44,649	100%

Note: The table presents statistics for the several assets categories allocation. We consider the frequency distribution of the observations in the sample. For each range of value in Euros displayed (1-4,999; 5,000-9,999; 10,000-14,999; 15,000-19,999; 20,000-24,999; 25,000-29,999; 30,000-34,999; 35,000-39,999; 40,000-44,999; 45,000-49,999 and + 50,000), this table shows the number of employees (column N) and the corresponding percentage of the population (column %) for a given asset category. The asset categories are: Stocks overall, non employer's stocks, company stocks, bonds assets, monetary assets and diversified assets. For instance (see underlined numbers), 2,327 employees representing 5% of the population hold between 15,000 and 19,999 Euros of their company savings plan in their company stocks.

Table 3A: Statistics by group – Percentage of the company savings plan

Table 3.1: Statistics by group - Percentage of the company savings plan													
		Stocks Overall		Non Employer's Stocks		Company Stocks		Bonds Assets		Monetary Assets		Diversified Assets	
	N	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
Gender													
Female	25,805	35.72***	33	2.9***	11.62	32.82***	31.63	2.08***	9.86	23***	28.24	30.44***	35.17
Male	18,844	42.93***	33	4.37***	14	38.56***	32.33	1.83***	8.74	24.28***	28.62	23.02***	31.48
Annual salary (Euros)													
-25,000	13,491	30.69***	33.62	0.5***	5.48	30.31***	33.51	0.7***	6.8	17.67***	26.66	37.21***	38.64
25,001 – 50,000	24,914	40.11***	32.68	3.74***	13.43	36.42***	31.56	2.21***	10.02	24.88***	28.52	25.57***	31.89
50,001 – 75,000	4,637	50.19***	30.72	8.46***	17.03	41.74***	29.08	3.83***	11.28	31.19***	29.3	12.99***	21.87
75,001 – 100,000	1,033	54.19***	30.14	10.91***	19.26	43.28***	28.83	3.93***	11.37	30.34***	28.37	10.08***	17.46
+100,000	574	49.98***	32.98	11.58***	20.63	38.4***	29.71	3.08***	9.74	29.06***	30.86	16.20***	28.06
Age													
Less than 35	9,359	36.62***	34.88	3.13***	11.77	33.53***	34.12	2.41***	11.06	29.66***	34.45	24.40***	34.41
35 - 44	10,263	41.92***	33.77	4.37***	13.72	37.65***	32.45	2.53***	10.5	25.71***	29.38	22.96***	31.61
45 - 54	15,105	38.7***	32.68	3.43***	12.59	35.34***	31.25	1.8***	8.64	20.98***	25.58	29.17***	34.03
55 - 64	9,912	37.64***	32.17	3.14***	12.58	34.55***	30.67	1.25***	7.38	19.42***	23.61	31.67***	34.56
65 and over	10	27.47***	33.02	6.88***	19.42	20.59***	27.78	0***	0	12.49***	16.65	50.023***	42.10
Time with company													
0-5 years	17,074	38.26***	33.89	4.15***	13.39	34.16***	32.67	2.69***	11.09	28.84***	32.26	23.54***	32.75
6-10 years	2,896	48.69***	33.86	9.35***	18.45	39.35***	31.72	4.48***	13.18	27.24***	30.49	15.09***	26.44
11-15 years	4,532	44.84***	34.14	5.06***	13.62	39.84***	32.26	4.27***	13.27	23.09***	27.47	21.09***	32.15
16-20 years	2,686	42.58***	33.2	4.03***	14.3	38.7***	32.12	1.29***	7.24	20.73***	25.28	28.33***	32.92
+20 years	17,461	35.45***	31.91	1.46***	9.49	34.08***	31.34	0.37***	4.22	18.29***	23.23	34.47***	35.11
Residence													
Outside Paris region	18,915	40.74***	32.35	0.95***	0.7	39.9***	32.11	0.39***	3.98	19.91***	24.41	31.17***	33.18
Paris region	25,234	37.31***	33.98	5.40***	15.34	31.94***	31.59	3.14***	11.78	26.20***	30.75	24.47***	34.07

Note: For each distribution, we tested the null hypothesis of equality of the means. * significant at 10%, ** significant at 5%, *** significant at 1%.

Table 3B: Statistics by group – Value in Euros

	Stocks Overall		Non Employer's Stocks		Company Stock		Bonds Assets		Monetary Assets		Diversified Assets		
	N	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
Gender													
Female	25,805	8,778***	16,663	1,249***	7,149	7,529***	13900	543***	3,242	4,243***	7,922	3,756***	7,609
Male	18,844	15,406***	25,176	2,263***	9,675	13,142***	21484	687***	3,878	6,209***	11,015	4,197***	9,340
Annual salary (Euros)													
<25,000	13,491	4,267***	9,006	73***	1,505	4,193***	8,845	52***	665	1,978***	4,612	2,905***	6,058
25,001 – 50,000	24,914	10,941***	17,980	1,361***	7,182	9,579***	15,924	560***	3,323	4,937***	7,945	4,090***	7,896
50,001 – 75,000	4,637	26,524***	31,447	5,285***	13,949	21,238***	26,375	1,773***	5,739	11,152***	14,377	5,275***	12,323
75,001 – 100,000	1,033	39,683***	39,566	9,119***	19,619	30,563***	32,134	2,517***	7,756	15,473***	18,220	6,906***	14,819
+100,000	574	39,530***	45,910	10,497***	22,087	29,033***	36,240	2,604***	8,605	15,880***	23,160	5,757***	14,843
Age													
Less than 35	9,359	5,032***	10,756	688***	3,185	4,343***	9,540	357***	1,806	3,187***	6,743	1,552***	3,935
35 - 44	10,263	12,756***	21,112	1,865***	7,603	10,890***	18,328	717***	3,300	5,797***	10,762	3,358***	7,530
45 – 54	15,105	12,551***	21,764	1,845***	8,830	10,705***	18,317	677***	3,971	5,000***	8,801	4,273***	8,266
55 – 64	9,912	15,045***	25,062	2,156***	11,071	12,889***	20,734	609***	4,186	6,216***	10,589	6,295***	11,301
65 and over	10	10,182***	16,285	3,329***	9,029	6,852***	12,580	0***	0	4,126***	6,892	7,621***	12,420
Time with comp any													
0-5 years	17,074	10,264***	19,821	1,631***	7,771	8,633***	16,790	605***	2,968	5,340***	9,995	3,331***	8,220
6-10 years	2,896	19,878***	29,074	5,025***	12,999	14,852***	22,265	1,781***	6,008	7,392***	12,255	3,577***	9,606
11-15 years	4,532	17,228***	28,522	3,044***	10,599	14,184***	23,532	1,772***	6,556	5,632***	9,837	2,677***	6,976
16-20 years	2,686	13,180***	21,591	2,165***	9,527	11,015***	18,270	492***	3,446	5,112***	10,033	4,598***	10,073
+20 years	17,461	9,766***	17,019	736***	6,614	9,029***	15,462	121***	1,837	4,275***	7,825	4,827***	8,280
Residence													
Outside Paris region	18,915	9,240***	15,571	382***	3,876	8,858***	14,778	102***	1,353	4,017***	7,286	4,449***	8,127
Paris region	25,234	13,291***	24,000	2,628***	10,346	10,662***	17,724	972***	4,460	5,848***	10,628	3,569***	8,551

Note: For each distribution, we tested the null hypothesis of equality of the means. * significant at 10%, ** significant at 5%, *** significant at 1%

Table 4A: Determinants of the amounts invested in the asset categories – Results of the Heckman's two-step regressions

	Stocks Overall		Non Employers' Stocks		Company Stocks		Bonds Assets		Monetary Assets		Diversified Assets	
	Probit	OLS	Probit	OLS	Probit	OLS	Probit	OLS	Probit	OLS	Probit	OLS
Age	0.007*** (8.94)	0.016*** (4.41)	0.014*** (15.82)	0.01 (1.64)	0.007*** (9.33)	0.014*** (3.71)	0.013*** (13.58)	-0.01 (0.76)	0.002*** (2.6)	0.024*** (11.26)	0.008*** (11.56)	0.041*** (15.44)
Time with company	-0.001 (1.37)	-0.002 (0.94)	-0.023*** (28.24)	0.054*** (5.82)	2e-04 (0.45)	-0.003* (1.65)	-0.026*** (28.96)	0.063** (2.29)	-0.003*** (6.23)	0.004** (2.19)	0.012*** (21.69)	0.008** (2.17)
Salary	2.25e-5*** (39.67)	-1.05e-5* (1.82)	1.34e-5*** (26.64)	3.72e-6 (0.8)	2.04e-5*** (38.24)	-9.29e-6*** (1.46)	8.18e-6*** (15.23)	1.18e-6 (0.15)	2e-5*** (37.99)	-5e-6 (1.25)	-7.86e-7* (1.81)	1.36e-5*** (17.56)
Male	-0.052*** (3.75)	0.282*** (5.29)	0.022 (1.2)	0.073 (1.56)	-0.055*** (3.99)	0.31*** (6.07)	-0.174*** (8.62)	0.302* (1.66)	-0.054*** (3.97)	0.083** (2.14)	-0.122*** (9.10)	-0.098** (2.46)
Financial expertise	0.205*** (9.32)	-0.125 (1.26)	0.66*** (31.26)	-0.709*** (2.88)	0.083*** (3.96)	0.028 (0.36)	0.474*** (21.06)	-0.736 (1.55)	0.446*** (19.90)	-0.426*** (3.92)	-0.398*** (20.50)	-0.192 (1.39)
Paris	-0.52*** (23.36)	1.155*** (6.93)	0.898*** (30.07)	-1.067*** (2.86)	-0.555*** (25.33)	1.142*** (5.67)	0.902*** (26.93)	-1.415 (1.46)	-0.072*** (3.43)	0.154*** (2.82)	-0.387*** (18.90)	-0.276** (2.46)
Master's Degree _≥	-0.085*** (2.62)	0.164 (1.25)	-0.378*** (6.35)	0.446** (2.00)	-0.054* (1.65)	0.1 (0.83)	-0.429*** (6.29)	0.984** (1.98)	-0.067** (2.13)	0.157* (1.65)	0.144*** (4.32)	0.066 (1.09)
Constant	-0.14*** (4.22)	9.808*** (18.46)	-2.725*** (59.16)	10.7*** (7.46)	-0.119*** (3.64)	9.74*** (16.16)	-2.512*** (51.81)	12.494*** (3.53)	-0.28*** (8.74)	8.978*** (21.32)	0.159*** (5.14)	4.783*** (12.52)
Inverse Mills' ratio		-4.77*** (7.24)		-1.67*** (3.32)		-4.41*** (5.96)		-2.19* (1.71)		-3.39*** (7.20)		1.56*** (2.91)
Observations	44,649	32,011	44,649	5,744	44,649	31,252	44,649	4,123	44,649	29,066	44,649	28,459

Note: The dependent variable for the first step (Probit) is a dummy variable which indicates whether the employee has invested or not in the asset category. The second step is an Ordinary Least Square (OLS) regression on the logarithm of the amount invested. Absolute value of z statistics are reported in parentheses. *significant at 10%; **significant at 5%; ***significant at 1%.

**Table 5A: Determinants of portfolio breadth –
Results of Poisson regressions**

	Number of asset categories selected	Number of funds selected
Age	0.005*** (18.87)	0.010*** (29.23)
Time with company	-0.001*** (7.31)	-0.003*** (15.11)
Salary	6.68e-06*** (43.52)	9.35e-06*** (43.82)
Male	-0.040*** (7.77)	-0.046*** (6.65)
Financial expertise	0.134*** (18.51)	0.179*** (17.21)
Paris	-0.026*** (3.81)	0.079*** (7.43)
Master's Degree $\geq$	-0.034*** (2.74)	-0.066*** (4.1)
Funds offered		
1-5 funds	Reference	Reference
6-10 funds	-0.005 (0.35)	0.186*** (8.54)
>10 funds	0.008 (0.77)	0.142*** (9.2)
Constant	0.358*** (26.62)	0.243*** (13.02)
N	44,649	44,649

Note: The dependent variables of the Poisson models are count variables showing – the number of asset categories selected (column 1) – the number of funds selected (column 2). The Funds offered variable measures the number of funds available to employees. The absolute values of z-stats are shown in parentheses. * significant at 10%, ** significant at 5%, *** significant at 1%.

- Extrait de Hollandts, Guedri et Aubert, 2009 (chapitre d'ouvrage édité par la documentation française)

Tableau 3 : Résultats des régressions testant les effets de participation des salariés au gouvernement sur la performance de l'entreprise (1)

Variables indépendantes	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6
Constante	2,04*** (0,263)	2,05*** (0,26)	2,1*** (0,26)	2,08*** (0,26)	2,08*** (0,26)	2,03*** (0,26)
Chiffre d'affaires	-0,004 (0,024)	0,02 (0,026)	0,007 (0,03)	0,01 (0,02)	0,01 (0,027)	0,02 (0,03)
Pourcentage détenu par l'actionnaire n°1	0,002 (0,002)	0,002 (0,003)	0,002 (0,003)	0,002 (0,003)	0,002 (0,002)	0,002 (0,003)
Pourcentage de capital détenu par les 5 premiers actionnaires	-0,003 (0,002)	-0,003 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,0023 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,003 (0,002)
Pourcentage de capital détenu par des actionnaires familiaux	0,003 (0,004)	0,003 (0,004)	0,003 (0,004)	0,003 (0,004)	0,003 (0,003)	0,003 (0,004)
Contrôle familial	0,01 (0,18)	0,01 (0,18)	0,026 (0,178)	0,02 (0,18)	0,02 (0,18)	0,0005 (0,17)
Structure duale	-0,019 (0,085)	0,07 (0,1)	0,1 (0,1)	0,09 (0,09)	0,09 (0,09)	0,07 (0,09)
Pourcentage de capital détenu par l'Etat français	-0,0025 (0,004)	-0,002 (0,004)	-0,003 (0,004)	-0,003 (0,004)	-0,003 (0,004)	-0,002 (0,004)
Pourcentage de capital détenu par le PDG	0,001 (0,002)	0,001 (0,002)	0,001 (0,02)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,002)
Nombre d'administrateurs indépendants		-0,028** (0,012)	-0,03*** (0,01)	-0,02*** (0,01)	-0,03*** (0,01)	-0,03*** (0,01)
Présence d'au moins un administrateur salarié			0,33*** (0,13)			
Proportion d'administrateurs salariés au conseil				1,21** (0,66)		
Nombre total d'administrateurs salariés (par conseil)					0,06* (0,04)	
Présence d'au moins un administrateur salarié syndicaliste						0,17** (0,08)
Wald Chi²	21,38	27,06	33,81	30,44	30,23	31,46

Variable dépendante : Log (Résultat net/Capitaux propres). Une transformation logarithmique de cette variable a été effectuée afin de réduire l'asymétrie de sa distribution. Les coefficients bêtas sont non standardisés et les erreurs standards figurent entre parenthèses. Ce tableau tient compte de sept variables binaires de contrôle des secteurs industriels auxquels appartiennent les entreprises (par souci de simplification, nous n'en reportons pas les coefficients). Seuils de significativité: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$. Les résultats du test de Hausman sont significatifs à $p < 0,01$ pour les 6 modèles.

Annexes

- Extrait de Hollandts, Aubert et Guedri, 2009 (à paraître)

Tableau 1 : Statistiques descriptives et matrice de corrélations.

Variables	Moyenne	Ecart type	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1. Représentation au conseil	0.07	0.26	1																						
2. Secteur d'activité 1	0.12	0.33	-0.02	1																					
3. Secteur d'activité 2	0.21	0.41	,064	-,194	1																				
4. Secteur d'activité 3	0.09	0.29	0.04	-,118	-,165	1																			
5. Secteur d'activité 4	0.18	0.38	-0.03	-,173	-,242	-,148	1																		
6. Secteur d'activité 5	0.12	0.33	0.04	-,139	-,194	-,118	-,173	1																	
7. Secteur d'activité 6	0.18	0.38	-,132	-,173	-,242	-,148	-,217	-,173	1																
8. Secteur d'activité 7	0.07	0.25	-,077	-,102	-,142	-,087	-,127	-,102	-,127	1															
9. Année 2000	0.20	0.40	-0.04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1														
10. Année 2001	0.20	0.40	-0.02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-,250	1													
11. Année 2002	0.20	0.40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-,250	-,250	1												
12. Année 2003	0.20	0.40	0.02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-,250	-,250	-,250	1											
13. Performance de l'entreprise	2.16	3.4	-0.04	0.04	-0.02	,102	-0.03	-,082	0.01	0.01	,065	-,081	-0.05	0.04	1										
14. Chiffres d'affaires ⁺	5.65	2.56	,326	-0.05	,113	,068	-0.01	0.04	-,157	-,088	-0.03	0,00	0,00	0,00	-,079	1									
15. Concentration de l'actionnariat	39.82	23.88	-,141	,072	-,086	,125	0.04	0.02	-,067	-0.01	0.03	0.02	0.01	-0.02	0.03	-,236	1								
16. Proportion du capital détenue par l'Etat	2.13	12.12	,223	0.03	0,00	,309	-,082	-,064	-,076	-0.05	0.01	0.01	0,00	-0.01	-0.03	,248	,241	1							
17. Taille du conseil d'administration	10.23	4.55	,334	0.01	-,065	,112	-0.03	,274	-,191	-,131	-0.04	-0.01	0,00	0.02	-,120	,569	-,169	,262	1						
18. Actionnariat salarié	1.39	4.01	,328	-0.01	,106	0,00	-,070	-0.03	-,064	-,082	0,00	0,00	0,00	0,00	-0.05	,192	-,131	,069	,199	1					
19. Proportion du capital détenue par le dirigeant	18.12	25.26	-,186	0.01	-0.05	-0.04	,128	-,124	,062	,058	0.02	0.02	0,00	-0.02	,059	-,328	,439	-,126	-,440	-,160	1				
20. Ancienneté du dirigeant	11.95	9.39	-,100	,062	-,106	-0.05	,078	-,146	0.05	,122	-0.02	0,00	0.01	0,00	0.05	-,122	,060	-,111	-,278	-,068	,434	1			
21. Séparation des fonctions de président et D.G	0.08	0.27	-0.05	,060	-0.03	0.01	-,102	0.03	,101	-0.05	-0.05	-0.06	-0.03	0.04	0,00	-0.03	0.02	-0.03	-0.01	-0.02	-,095	-,208	1		
22. Structure duale	0.31	0.46	-,080	0.01	-,079	-0.02	,119	0.03	0.02	-,078	-0.03	0,00	0.01	0.01	-0.04	0.03	-0.01	-0.06	,323	0.02	-,177	-,227	-,166	1	
23. Proportion d'administrateurs externes	56.42	27.16	,110	0.03	0.04	-0.05	-,102	,153	-,070	-0.04	-,065	-0.04	-0.03	0.04	-,078	,495	-,290	0.02	,399	,091	-,397	-,184	0.04	,136	1

⁺ Une transformation logarithmique de cette variable a été effectuée afin de réduire l'asymétrie de sa distribution. N= 1150 observations (230 entreprises x 5 années). Les valeurs supérieures à 0,14 sont statistiquement significatives à seuils p<0,05.

Tableau 2 : Résultats des régressions Probit testant les effets de l'enracinement du dirigeant ainsi que la capacité de résistance du conseil d'administration sur la représentation des actionnaires salariés.

Variables indépendantes	Modèle 1			Modèle 2		
	Coeffi.	E.S	Chi²	Coeff.	E.S	Chi²
Constante	-2,506***	(0,560)	19,990	-1,701**	(0,700)	5,910
Secteur d'activité 1	-0,589	(0,371)	2,520	-0,185	(0,414)	0,200
Secteur d'activité 2	-0,46	(0,316)	2,160	-0,366	(0,359)	1,040
Secteur d'activité 3	-0,889*	(0,388)	5,250	-1,104**	(0,435)	6,420
Secteur d'activité 4	-0,471	(0,345)	1,860	-0,142	(0,392)	0,130
Secteur d'activité 5	-0,564	(0,345)	2,670	-0,534	(0,388)	1,890
Secteur d'activité 6	-6,436	(10,822)	0,001	-6,434	(10,309)	0,001
Secteur d'activité 7	-5,892	(17,927)	0,001	-5,839	(16,774)	0,001
Année 2000	-0,417	(0,242)	2,960	-0,693**	(0,266)	6,770
Année 2001	-0,263	(0,232)	1,280	-0,444	(0,255)	3,030
Année 2002	-0,162	(0,225)	0,520	-0,315	(0,245)	1,650
Année 2003	-0,020	(0,218)	0,010	-0,057	(0,233)	0,060
Performance de l'entreprise	-0,010	(0,028)	0,150	-0,024	(0,043)	0,320
Chiffres d'affaires ⁺	0,126***	(0,037)	11,420	0,152**	(0,050)	9,080
Concentration de l'actionnariat	-0,013***	(0,004)	11,080	-0,010*	(0,004)	5,230
Proportion du capital détenue par l'Etat	0,018***	(0,005)	13,190	0,010	(0,005)	3,520
Taille du conseil d'administration	0,086***	(0,023)	13,600	0,127***	(0,027)	21,900
Actionnariat salarié	0,054***	(0,010)	26,500	0,056***	(0,011)	24,010
Proportion du capital détenue par le dirigeant				-0,018*	(0,009)	3,800
Ancienneté du dirigeant				-0,035**	(0,014)	6,210
Séparation des fonctions de président et D.G				-1,198***	(0,431)	7,710
Structure duale				-0,978***	(0,227)	18,460
Proportion d'administrateurs externes				-0,013***	(0,005)	6,690
Degrés de liberté		1132			1127	
Log Likelihood		-179,366			-159,331	
Δ Log Likelihood (Mod.2 vs. Mod.1)		-			20,035	

La variable dépendante dans les deux modèles Probit est une variable binaire prenant la valeur de 1 en présence d'au moins un administrateur représentant les actionnaires salariés et 0 sinon. Ce tableau fait apparaître pour chaque variable, les coefficients β non standardisés, les erreurs standards (entre parenthèses) et les ratios Chi-au carré correspondants. Seuils de significativité : *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$.

⁺ Une transformation logarithmique de cette variable à été effectuée afin de réduire l'asymétrie de sa distribution.
Taille de l'échantillon : 1150 observations (230 entreprises x 5 années)

- Extrait de Hollandts et Aubert (en cours d'évaluation)

Tableau 1 : Evolution du taux d'actionnariat salarié et de l'état de la représentation des actionnaires salariés au sein du SBF 250 (2000-2005)

Année	Entreprises avec actionnariat salarié (> 0,01% du capital)	Taux moyen d'actionnariat salarié	Nombre d'entreprise > 3% d'actionnariat salarié	Entreprise avec représentation des actionnaires salariés ²⁷ (au moins un représentant)
2000	121	2,96%	32	9
2001	125	3,06%	35	12
2002	127	3,02%	39	15
2003	129	2,92%	42	17
2004	132	2,77%	37	20
2005	134	2,64%	37	21

Tableau 2 : Taille des conseils d'administration

Année	Nombre moyen d'administrateurs dans les entreprises sans actionnariat salarié	Nombre moyen d'administrateurs dans les entreprises avec actionnariat salarié	Nombre moyen d'administrateurs dans les entreprises avec représentation AS ²⁸
2000	8.39	11.25	15.11***
2001	8.74	11.27	16.16***
2002	8.63	11.42	16.2***
2003	8.91	11.55	15.41***
2004	9.02	11.59	15.5***
2005	9.07	11.55	15.14***

Tableau 3 : Proportion d'administrateurs indépendants suivant le type de conseil

Année	Proportion d'administrateurs indépendants dans les conseils des entreprises avec représentation AS	Proportion d'administrateurs indépendants reste SBF 250
2000	52%	40%
2001	56%	42%
2002	55%	45%
2003	60%	53%
2004	66%	59%
2005	62%	57%
Moyenne	59%**	49%

²⁷ Le dénombrement s'est effectué sur la base d'une variable binaire prenant la valeur de 1 si au moins un représentant des actionnaires salariés siège au conseil d'administration ou de surveillance ; sinon = 0.

²⁸ Nous avons réalisé un test de différence de moyenne afin de comparer les deux sous-échantillons (entreprise avec et sans actionnariat salarié). Les tests sont tous positifs et significatifs au seuil de 1%. Idem pour le tableau 3.

Tableau 4 : Caractéristiques personnelles moyennes des représentants des actionnaires salariés

Année	Nombre d'entreprises avec représentation des actionnaires salariés	Nombre total d'administrateurs représentant les AS	Age moyen	Ancienneté moyenne en poste	Nombre moyen d'actions détenues
2000	9	12	49.25	2.28	204
2001	12	16	52.36	2.83	557
2002	15	20	53.2	3.4	1990
2003	17	22	52.63	3.41	2196
2004	20	26	52.65	3.16	3169
2005	21	25	51.68	2.2	5813
Moyenne sur la période	15.66	20.16	51 ans	3,1 ans	1931,76

Bibliographie

- Albouy, M. (2009), Crise financière : quelles leçons pour la finance ?, *Revue Française de Gestion*, vol. 193, n° 3.
- Alchian, A. A., & H. Demsetz (1972), Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review*, vol. 62.
- Aoki, M. (1980), A model of the firm as a stockholder-employee cooperative Game, *American Economic Review*, vol. 70.
- Aubert, N. (2006), Understanding Employer's Stock Holdings in the French Company Savings Plans Using the Literature on the American 401(K) Plans, *Revue Gestion 2000*, vol. 6.
- Aubert, N. (2008), Developing an Ownership Culture with Employee Stock Purchase Plans : Evidence from France, *German Journal of Human Resource Management Research*, vol. 22, n°2.
- Aubert, N. & Rapp T. (2008), Les Salariés Actionnaires : Pourquoi Investissent-ils dans leur Entreprise ?, *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 11, n°4.
- Aubert, N. & Rapp T. (à paraître), Employees' investment behavior in a company based savings plan, *Revue Finance*.
- Aubert N., Grand B., Lapied A. & Rousseau P. (2009), Is employee ownership so senseless?, *Revue Finance*, vol. 30, n°2.
- Barnard, C. (1938), *The functions of the executive* (Harvard University Press, Cambridge, MA).
- Barney, J. B. (1990), Employee stock ownership and the cost of equity in Japanese electronic firms, *Organization Studies*, vol. 11.
- Benartzi, S. (2001), Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock., *Journal of Finance*, vol. 56.
- Benartzi, S., & R. H. Thaler (1999), Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments, *Management Science*, vol. 45.
- Benartzi S., & Thaler R. (2001), Naive diversification strategies in defined contribution saving plans, *American Economic Review*, vol. 91.
- Benartzi S. & Thaler R. (2002), How much is investor autonomy worth?, *Journal of Finance*, vol. 57.
- Benartzi S. & Thaler R. (2007), Heuristics and biases in retirement savings behavior, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21.
- Bergmann, A. E. (1975), Industrial democracy in Germany: The battle for power, *Journal of General Management*, vol. 2.
- Bergstresser D. & Poterba J. (2004), Asset allocation and asset location: Household evidence from the Survey of Consumer Finances, *Journal of Public Economics*, vol. 88.
- Berle, A. A., & G. C. Means (1932), *The modern corporation and private property* (Macmillan, New York).
- Bertaut C. & Starr-McCluer M. (2002), Household portfolios in the United States, in Luigi Guiso, Michael Haliassos, et Tullio Jappelli, eds.: *Household Portfolios*, MIT Press, Cambridge.
- Blair, M. M., & M. J. Roe, eds. (1999), *Employees and corporate governance* (Brookings Institution Press, Washington, DC).
- Blasi, J. R., & D. L. Kruse (2006), Risk: Is it economic democracy or just another risk for workers? Employee Attitudes Towards Risk-sharing and Financial Participation in Company Rewards, Russell Sage/NBER conference in New York City, New York.
- Campbell J. (2006), Household finance, *Journal of Finance*, vol. 51.
- Carroll C. & Kimball M. (2001), Liquidity constraints and precautionary saving, *National Bureau of Economic Research working papers*, n°8496.
- Carson, R. G. (1977), A theory of cooperatives, *Canadian journal of economics*, vol. 10.
- Cohen, L. (2008), Loyalty based portfolio, *Review of Financial Studies*, vol. 22, n°3.
- Degeorge, F., D. Jenter, A. Moel, & P. Tufano (2004), Selling company shares to reluctant employees: France Telecom's experience., *Journal of Financial Economics*, vol.71.
- Desbrières, P. (1997), Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise, in Gérard Charreaux, ed.: *Le gouvernement des entreprises* (Economica, Paris).
- Desbrières, Philippe, 2002, Les actionnaires salariés, *Revue Française de Gestion*, vol. 28.
- Dubois, C. (2007), Rôle des conflits d'agence, de la structure d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance sur les politiques de distribution : Application aux décisions de dividende et de rachat d'actions des sociétés françaises cotées, *Thèse de doctorat en sciences de gestion*, Université Paul Cézanne Aix-Marseille III.
- Fayol, H. (1979), *Administration industrielle et générale* (Dunod, Paris).
- Furubotn, E. G. (1978), The economic consequences of codetermination for the rate and service of private investment, in Svetozar Pejovich, ed.: *The codetermination movement in the West* (Lexington Books, Lexington, MA).

- Furubotn, E. G., & S. Pejovich (1972), Property rights and economic theory: a survey of recent literature, *Journal of Economic Literature*.
- Furubotn, E. G., & S. Pejovich (1974), *The economics of property rights* (Ballinger, Cambridge, MA).
- Gollier C. (2001), *The economics of risk and time*, MIT Press, Cambridge.
- Greene W. (2007), *Econometric analysis*, Prentice Hall.
- Grossman, S. J., & O. D. Hart (1986), The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, vol. 94.
- Guedri Z. & Hollandts X. (2008), Beyond Dichotomy: The Curvilinear Impact of Employee Ownership on Firm Economic Performance, *Corporate Governance: an International Review*, vol.16, n°5.
- Hart, O. & J. Moore (1990), Property rights and the nature of the firm, *Journal of Political Economy*, vol. 98.
- Hausman J. A. & Wise D. A. (1975), Social Experimentation, Truncated Distributions, and Efficient Estimation, *Econometrica*, vol. 45.
- Heaton J. & Lucas D. (2000), Portfolio choice and asset prices: The importance of entrepreneurial risk, *Journal of Finance*, vol. 55.
- Hollandts, X. & Guedri Z. (2008), Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise, *Revue Française de Gestion*, vol. 183.
- Hollandts, X. & N. Aubert (en cours), La représentation obligatoire des actionnaires salariés au conseil d'administration : un état des lieux.
- Hollandts, X., N. Aubert & Zied Guedri (en cours), Les déterminants de la représentation des actionnaires salariés au Conseil d'administration (ou de surveillance) : une analyse empirique (2000-2005).
- Huberman, G. (2001), Familiarity breeds investment, *Review of Financial Studies*, vol. 14, 659-680.
- Iyengar, S. S., G. Huberman, & J. Wei (2004), How much choice is too much? Contributions to 401(k) retirement plans, in Olivia S. Mitchell, et Stephen P. Utkus, eds.: *Pension Design Structure: New lessons from behavioral finance* (Oxford University Press).
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
- Jensen, M. C., & W. H. Meckling (1979), Rights and production functions, *Journal of Business*, vol. 52.
- Kennickell A. (1998), Multiple imputation in the Survey of Consumer Finances, *Federal Reserve Board working paper* (<http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/method.html>).
- Kimball M. (1990), «Precautionary saving and the marginal propensity to consume », *National Bureau of Economic Research working paper*, n°3403.
- Klein, K. J. (1987), Employee stock ownership and employee attitudes: a test of three models, *Journal of Applied Psychology*, vol. 72.
- Kruse D. L., R. B. Freeman, & J. R. Blasi (2010), *Shared Capitalism at Work: Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and Broad-based Stock Options*, The University of Chicago Press, Series: National Bureau of Economic Research Conference Report.
- Laffont, J.-J. & D. Martimort (2002), *The theory of incentives: the principal-agent model* (Princeton University Press, Princeton, N.J.).
- Liang, N., & S. Weisbenner (2002), Investor behavior and the purchase of company stock in 401(k) plans: the importance of plan design, *National Bureau of Economic Research working paper*, n°9131.
- Meulbroek L. K. (2005), Company Stock in Pension Plans: How Costly is it?, *Journal of Law and Economics*, vol.48.
- Milgrom, P. & J. Roberts (1992), *Economics, organization and management* (Prentice Hall International, Inc.).
- Mintzberg, H. (1983), *Power in and around organizations* (Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J.).
- Modigliani, F. & R. Brumberg (1979), Utility analysis and aggregate consumption functions: An attempt at integration, in A. Abel, ed.: *Collected Papers of Franco Modigliani* (MIT Press, Cambridge).
- Mulder, M. (1971), Power equalization through participation?, *Administrative Science Quarterly*, vol. 16.
- Pejovich, S., ed. (1978), *The codetermination movement in the West* (Lexington Books, Lexington, MA).
- Poterba J. & Samwick A. (2003), Taxation and household portfolio composition: Evidence from tax reforms in the 1980s and 1990s, *Journal of Public Economics*, vol. 87.
- Rajan, R. G., & L. Zingales (2000), The governance of the new corporation, in Xavier Vives, ed.: *Corporate Governance* (Cambridge University Press).
- Ramaswamy K. (2003), Company stock and pension plan diversification, in O. Mitchell et K. Smetters (Éds), *The pension challenge: risk transfers and retirement income security*, Oxford University Press.
- Rosen, C. M. (1991), Employee ownership: performance, prospects, and promise, in Corey M. Rosen, et Karen M. Young, eds.: *Understanding employee ownership* (ILR Press, Ithaca).
- Smith, A. (1776), *The wealth of nations* (The modern library, New York).
- Smith, S. C. (1991), On the economic rationale for codetermination law, *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 16.

Bibliographie

Tracy J., Schneider H., & Chan S. (1999), Are stocks overtaking real estate in household portfolios?, *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, vol. 5.

Table des matières

Sommaire	5
1. Liste des publications.....	11
1.1. Articles dans des revues à comité de lecture	13
1.2. Chapitre d'ouvrage (avec évaluation)	13
1.3. Ouvrage	13
1.4. Travaux en cours	13
1.5. Travail diplômant	14
1.6. Communications avec actes	14
1.7. Communications sans actes.....	15
1.8. Conférence invitée.....	16
1.9. Autres interventions	16
1.10.Relectures.....	16
2. Rapport des activités d'enseignement, recherche et administration	17
2.1. Expérience pédagogique	19
2.2. Responsabilités scientifiques et administratives	21
3. Projet scientifique	23
3.1. Déterminants de l'investissement des salariés en actionnariat salarié et en épargne salariale	28
3.1.1.Littérature.....	29
3.1.2.Travaux réalisés et en cours d'évaluation	31
a) Aubert, 2006 (revue Gestion 2000)	32
b) Aubert et Rapp, 2008 (revue Finance Contrôle Stratégie)	33
c) Aubert, 2008 (German Journal of Human Resource Research)	34
d) Aubert, Grand, Lapied et Rousseau, 2009 (revue Finance).....	34
e) Aubert et Rapp, à paraître (revue Finance).....	36
3.1.3.Perspectives de recherche futures	38
3.1.3.1. Les recherches en cours	38
3.1.3.2. Les projets de recherche	39
3.2. Actionnariat salarié, représentation des actionnaires salariés et des salariés, performance et gouvernement de l'entreprise.....	41
3.2.1.Littérature.....	41
3.2.2.Travaux réalisés et en cours d'évaluation	45
a) Hollandts, Guedri et Aubert, 2009 (chapitre d'ouvrage publié par la Documentation française).....	46
b) Hollandts et Aubert (en cours d'évaluation).....	47
c) Hollandts, Aubert et Guedri (à paraître)	47
3.2.3.Perspectives de recherche futures	48
3.2.3.1. Les recherches en cours	48
3.2.3.2. Les projets de recherche	49
Conclusion	50

Annexes	51
Résumés des travaux de recherche	51
Tableaux et figures.....	55
Bibliographie	67
Table des matières	71