

Les Spécificités de l'actionnariat salarié au Maroc : Cas des filiales des groupes Français composant l'indice CAC40

The Specificities of employer's shareholding in Morocco: the case of the subsidiaries of French groups composing the CAC40 index

Sabrine FARCHECH, (Doctorante)

Laboratoire de recherche en Management et Développement des Entreprises et des Organisations (MADEO)

École supérieure de Technologie, Université Mohamed Premier Oujda-Maroc.

Anas EL AMRANI, (Doctorant)

Laboratoire de recherche en Management et Développement des Entreprises et des Organisations (MADEO)

École supérieure de Technologie, Université Mohamed Premier Oujda-Maroc.

Najib MRABET, (Professeur d'enseignement supérieur)

Laboratoire de recherche en Management et Développement des Entreprises et des Organisations (MADEO),

École supérieure de Technologie, Université Mohamed Premier Oujda-Maroc.

Adresse de correspondance :	Ecole Supérieur de Technologie- Oujda BV Mohammed VI B.P. 524 -60000 Université Mohamed Premier, Maroc 05-36-50-06-12; fax : 05-36-50-06-09
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	FARCHECH, S., EL AMRANI, A., & MRABET, N. (2025). Les Spécificités de l'actionnariat salarié au Maroc : Cas des filiales des groupes Français composant l'indice CAC40. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 6(4), 126-148. https://doi.org/10.5281/zenodo.15119501
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: February 10, 2025

Accepted: 1 March 30, 2025

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 6, Issue 04 (2025)

Les Spécificités de l'actionnariat salarié au Maroc : Cas des filiales des groupes Français composant l'indice CAC40

Résumé

L'actionnariat salarié est un ensemble de mécanismes à mettre en œuvre pour favoriser la création de valeur en intégrant les salariés dans la structure de gouvernance de l'entreprise, leur offrant des avantages financiers et les impliquant dans la réussite de l'entreprise. Le tissu économique marocain qui est dominé par les PME et les entreprises familiales, montrent une réticence à ouvrir leur capital en raison d'une culture de la confidentialité et d'un mode de gouvernance particulier. En conséquence, l'actionnariat salarié au Maroc est principalement adopté par les entreprises du secteur financier et par les filiales de groupes étrangers.

Cet article analyse les caractéristiques de l'actionnariat salarié dans les filiales installées au Maroc et appartenant aux groupes français cotés dans le CAC 40. En nous appuyant sur un échantillon de 62 opérations sur la période allant de 2012 à 2022, les résultats obtenus montrent que les secteurs industriel et financier affichent un nombre élevé d'opérations (56.45%). Nous montrons également que les entreprises du secteur industriel et des services aux collectivités affichent des taux plus élevés en ce qui concerne la participation des salariés. Notre étude souligne qu'un taux de souscription des salariés élevé ne signifie pas forcément un montant souscrit élevé, ce qui met en évidence le rôle du pouvoir d'achat des salariés et des incitations financières mises en place par chaque groupe, de surcroît, la part du capital détenue par les employés marocains demeure relativement faible (0.0021%).

Mots-clés : Actionnariat salarié, sociétés filiales, Groupes Français, Plan d'actionnariat salarié.

Classification JEL : G32

Type de l'article : Recherche Empirique

Abstract

Employee shareholding constitutes a set of mechanisms implemented to foster value creation by integrating employees into the company's governance structure, providing them with financial benefits and involving them in the company's success. The Moroccan economic landscape, dominated by SMC's and family companies, is reluctant to open up its capital due to a culture of confidentiality and a specific governance model. As a result, employee shareholding in Morocco is mainly adopted by companies in the financial sector and by subsidiaries of foreign groups.

This article analyzes the characteristics of employee shareholding in subsidiaries based in Morocco and belonging to French groups listed in the CAC 40. Based on a sample of 62 operations over the period from 2012 to 2022, the results show that the industrial and financial sectors account for a high number of operations (56.45%). We also show that companies in the industrial and utilities sectors have higher rates of employee participation. Our study underlines that a high employee subscription rate does not necessarily mean a high amount subscribed, which highlights the role of employees' purchasing power and the financial incentives put in place by each group. What's more, the share of capital held by Moroccan employees remains relatively low (0.0021%).

Keywords: Employee shareholding, subsidiary companies, French groups, Employee shareholding plan.

JEL Classification: G32

Paper type: Empirical research

1. Introduction

La gouvernance d'entreprise renvoie au cadre institutionnel régulé par des réformes juridiques et réglementaires structurant les relations entre les différentes parties prenantes. Elle est dirigée principalement par un conseil d'administration chargé d'orienter l'organisation vers la réalisation de ses objectifs, lesquels visent principalement à préserver les intérêts de l'entreprise et de ses actionnaires.

La finalité de la gouvernance consiste à maximiser la valeur pour les actionnaires tout en maintenant un équilibre avec les intérêts des autres parties prenantes. Cette vision est appuyée par Gharbi et Lepers (2008), qui considèrent la gouvernance comme un théâtre de confrontation entre divers acteurs – dirigeants, actionnaires et salariés – cherchant à exercer leur influence pour renforcer leur pouvoir et atteindre leurs propres objectifs.

L'actionnariat salarié occupe une place centrale dans la gouvernance d'entreprise, en mettant en lumière la relation entre actionnaires, salariés et dirigeants. Dans une approche fondée sur la théorie de l'agence, il s'intègre à un modèle où les dirigeants (les "principaux") délèguent certaines responsabilités aux salariés (les "agents"). L'enjeu pour les dirigeants est de s'assurer que les salariés agissent dans l'intérêt de l'entreprise, ce qui passe par une rémunération indexée sur la performance et la délégation de certaines décisions stratégiques (Garfatta, 2010).

L'actionnariat salarié tel que défini par Desbrières (2002, p. 255) constitue *« l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés. Il leur permet de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie. »* Cette forme de participation financière vise à renforcer l'implication des salariés dans le capital de l'entreprise, en alignant les intérêts entre les différentes parties prenantes et créant un sentiment d'appartenance chez les salariés.

Les travaux de Michie et Oughton (2001), montrent que l'actionnariat salarié améliore la motivation et la productivité des employés, tandis que la gestion collective contribue à une bonne gouvernance et à la réussite à long terme de l'entreprise. De plus, Raub (2017) souligne que l'engagement des employés est un facteur clé d'une implication accrue au sein de l'organisation.

L'actionnariat salarié peut également servir comme un mécanisme de contrôle, favorisant la confiance et la durabilité au sein des organisations (Ouahdi & Boukhedimi, 2023). Park et al. (2010) précisent que cette implication est particulièrement efficace dans les entreprises à forte intensité de capital, tandis que les incitations collectives se révèlent plus pertinentes dans les structures à forte intensité de main-d'œuvre. Par ailleurs, les travaux de Campa et Kern (2020) ainsi que de Waseem et al. (2022) convergent sur le fait que l'actionnariat salarié contribue à la réduction du coût du capital, du coût des capitaux propres et du coût de la dette de l'entreprise. Ces auteurs mettent en évidence une corrélation négative entre l'actionnariat salarié et le coût du capital.

L'actionnariat salarié peut prendre plusieurs formes, telles que l'augmentation de capital réservée aux salariés, l'attribution gratuite d'actions ou encore les stock-options. Ces dispositifs varient en fonction du cadre juridique du pays où opère l'entreprise, ainsi que de la culture organisationnelle et financière de celle-ci.

Dans le contexte marocain, l'actionnariat salarié n'est pas régi par un dispositif juridique ou réglementaire unifié qui encourage les entreprises à adopter cette politique. La pratique de l'actionnariat salarié reste limitée, malgré l'existence de certaines dispositions juridiques, comme la loi de finances N° 115-12 pour l'année budgétaire 2013, qui a introduit des incitations fiscales en faveur des bénéficiaires d'options de souscription ou d'achat d'actions, ainsi que pour les plans d'épargne entreprise (PEE) sous certaines conditions. Les recherches

menées dans ce domaine (Elouadi & El Kerbani, 2022 ; El Kerbani & Elouadi, 2021 ; Errommani & Elouadi, 2025 ; Errommani & Elbouanani, 2022) convergent vers l'idée que l'actionnariat salarié est une pratique émergente au Maroc, encore peu répandue aussi bien parmi les entreprises cotées que non cotées. Le tissu économique marocain est dominé par des entreprises familiales, qui montrent une réticence à ouvrir leur capital en raison d'une culture de la confidentialité et d'un mode de gouvernance particulier.

En conséquence, l'actionnariat salarié au Maroc est principalement adopté par les entreprises du secteur financier et les filiales de groupes étrangers. Ces filiales qui sont soumises aux pratiques de gouvernance et aux politiques d'actionnariat de leur maison mère, offrent un cadre d'analyse pertinent encore non exploré par les recherches antérieures.

Dans ce contexte, notre étude porte sur les spécificités de l'actionnariat salarié dans les filiales marocaines des multinationales françaises cotées au CAC 40. Ainsi, cet article vise à répondre à la question suivante : **quelles sont les caractéristiques de la pratique de l'actionnariat salarié dans les filiales marocaines des groupes du CAC40 ?** Cette étude adopte une approche mixte visant à décrire et analyser la mise en œuvre de l'actionnariat salarié au sein des filiales marocaines des groupes français cotés au CAC 40. L'objectif est d'évaluer à travers le recensement et l'exploitation de données factuelles, l'ampleur et les caractéristiques de cette pratique en fonction de plusieurs critères structurels et financiers. Cette analyse permet de mettre l'accent sur l'adoption de l'actionnariat salarié dans un environnement émergent, où les cadres réglementaires et les pratiques diffèrent de ceux des pays développés et de mesurer l'impact des politiques des groupes français sur leurs filiales, et la manière dont les modèles d'actionnariat salarié sont adaptés.

Ainsi, cet article adopte la structure suivante: nous commencerons par une présentation des soubassements théoriques de l'actionnariat salarié. Ensuite, nous examinerons les différentes formes et mécanismes d'implication des salariés dans le capital. Enfin, nous présenterons la méthodologie adoptée, l'échantillon étudié et les principaux résultats obtenus.

2. Les soubassements théoriques de l'actionnariat salarié

L'actionnariat salarié désigne l'ouverture de capital initiée par l'entreprise à son personnel afin de leur permettre de devenir actionnaires dans leur entreprise et d'exercer des droits de vote au sein de l'assemblée générale. Il s'agit d'un ensemble de mécanismes à mettre en œuvre pour favoriser la création de valeur en intégrant les salariés dans la structure de gouvernance de l'entreprise, leur offrant des avantages financiers tout en les impliquant dans la réussite de l'entreprise.

Un salarié qui devient actionnaire en échange de son engagement tacite d'augmenter la productivité, contre une part de la valeur ajoutée, bénéficie de droits financiers (dividendes, plus-value) ainsi que de droits politiques (droit de vote), ce qui lui confère un pouvoir de contrôle sur les dirigeants de l'entreprise (Hollandts, 2007).

2.1. L'actionnariat salarié dans la théorie de l'agence

Dans la littérature financière sur l'actionnariat salarié, la théorie d'agence constitue un cadre théorique clé pour comprendre les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes et la répartition équitable de la richesse au sein de l'entreprise. Cette théorie se concentre particulièrement sur la réduction des conflits d'intérêts entre les principaux acteurs de l'entreprise, ce qui justifie l'intérêt croissant pour l'actionnariat salarié.

L'actionnariat salarié est au cœur de la gouvernance d'entreprise qui prolonge la réflexion à la discussion de la relation entre actionnaires-salariés et dirigeants. Selon cette théorie d'agence, l'actionnariat salarié s'inscrit dans un modèle d'agence où les dirigeants (les principaux) délèguent des responsabilités aux salariés (les agents). L'objectif du principal est de s'assurer

que l'agent agit dans l'intérêt de l'entreprise, ce qui passe par une rémunération liée à la performance de l'entreprise et la délégation de certains pouvoirs décisionnels (Garfatta, 2010). Sous l'égide de la théorie de l'agence, l'actionnariat salarié offre une perspective efficace pour réduire les problèmes d'agence, en alignant les intérêts des différents acteurs de l'entreprise. Ross (1973) définit une relation d'agence comme une situation dans laquelle un agent agit au nom d'un mandant dans le cadre d'un processus décisionnel. Plus tard, Jensen et Meckling (1976) ont approfondi ce concept en précisant que « *l'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le mandant) engagent une autre personne (l'agent) pour accomplir une tâche en leur nom, impliquant ainsi la délégation d'un pouvoir décisionnel à l'agent* ».

Dans cette optique, l'adoption de la politique de l'actionnariat salarié est un moyen qui permet de réduire les conflits d'intérêts entre les différents agents de la firme. Cela se fait à travers des mécanismes impactant positivement sur l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes. Cette approche distingue deux types de relation d'agence, une relation entre le salarié et la firme qui engendre des conflits liés à l'asymétrie d'information, à l'incomplétude des contrats ou bien aux conditions de travail et une seconde relation qui s'établit entre le dirigeant et l'actionnaire-salarié. (Maalej et Triki, 2008). Dans le cadre des filiales des groupes français au Maroc, cette approche permet de vérifier si l'actionnariat salarié favorise une meilleure gouvernance en réduisant l'asymétrie d'information et en incitant les salariés à s'engager activement dans la performance de l'entreprise.

L'actionnariat salarié est ainsi une forme de participation au capital de l'entreprise, utilisée pour encourager les efforts des salariés (Desbrières, 2002) ; tout en facilitant la conciliation des intérêts du capital et du travail, en intégrant les salariés dans la structure de propriété de l'entreprise et en leur offrant des avantages financiers. Toutefois, la théorie de l'agence considère l'actionnariat salarié comme un levier d'alignement des intérêts, mais elle ne prend pas toujours en compte les différences culturelles et institutionnelles. En outre, certains modèles limitent l'impact positif sur la création de valeur en dessous d'un ratio d'actionnariat salarié de 3 %.(Garfatta & Zorgati, 2021)

2.2. La formalisation de l'implication de la politique de l'actionnariat salarié dans l'entreprise

Dans la littérature classique, l'entreprise est souvent définie comme un nœud de contrats, établissant des relations contractuelles avec les différents agents économiques. Ces relations peuvent être formelles ou informelles. La structure de l'entreprise peut être un obstacle devant les agents pour atteindre leurs objectifs, axés généralement sur la maximisation de la richesse. La relation d'agence peut engendrer des conflits d'intérêts, notamment lorsque les salariés adoptent un comportement nuisible aux intérêts des actionnaires et des dirigeants en cas d'incomplétude des contrats. Leurs efforts diminuent au fil du temps et entraînent la dégradation de la qualité de la production de l'entreprise et, par conséquent, sa rentabilité.

Face à ces risques, plusieurs mécanismes peuvent être mis en place pour limiter ces comportements nuisibles et réduire les conflits entre salariés et dirigeants/actionnaires. Selon Desbrières (2002), deux grands types de mécanismes permettent de répondre à cette problématique de divergence d'intérêts.

D'une part, les mécanismes d'incitation et de contrôle qui incluent la mise en œuvre de systèmes de contrôle et d'audit efficaces, la diversification des formules de rémunération ainsi que l'implication des salariés dans des politiques d'actionnariat.

D'autre part, les mécanismes de sauvegarde de la position des salariés, portant sur la complétude des contrats de travail et les droits sociaux et du travail.

Rottenberg, (1962), considère dans son fameux article *Property in Work*, que l'actionnariat salarié est une formule qui consiste pour les salariés de louer leur capital humain pour

l'entreprise en contrepartie d'une quasi-rente c'est-à-dire un supplément de rémunération perçu par rapport à la rémunération principale prédéfini.

Les salariés actionnaires offrent ainsi deux types d'utilités à l'entreprise : l'apport de capital humain nécessaire pour améliorer la productivité et l'investissement direct dans le capital de l'entreprise. Cependant, en tant que salariés-actionnaires, ils perdent ces deux utilités, qui sont transférables à l'entreprise. La contrepartie de ce sacrifice est compensée par le bénéfice des droits de participation aux assemblées, des droits de vote, d'accès à l'information, ainsi que des avantages potentiels comme une réduction du risque de perte d'emploi.

L'adoption de l'actionnariat salarié constitue une solution optimale, efficace et moins coûteuse afin d'assurer une meilleure qualité de production ainsi qu'un développement remarquable au niveau de la relation entre les différentes parties prenantes de l'entreprise. (Marens, Wicks, et Huber, 1999)

En résumé, l'actionnariat salarié se révèle donc comme un mécanisme d'incitation efficace permettant de placer les salariés dans les postes de prise de décision et de leur impliquer dans des niveaux de performance économique et financière, selon le nombre de titres qu'ils détiennent (Desbrières, 2002).

3. Les formules d'implications de l'actionnariat salarié

L'actionnariat salarié est un mécanisme permettant aux employés de participer au capital de leur entreprise. Il constitue une approche gagnant-gagnant : d'une part, les salariés bénéficient d'avantages économiques, sociaux et fiscaux, et d'autre part, l'entreprise renforce l'implication de ses employés dans sa gestion et ses résultats. Cette participation favorise également l'intégration des salariés dans le processus décisionnel et contribue à la valorisation du capital humain, ce qui peut in fine améliorer la productivité de l'entreprise.

Cependant, l'actionnariat salarié comporte aussi des risques, notamment liés à la détention des titres. Comme le souligne Corentin (2018), les salariés, en investissant leur épargne dans leur propre entreprise, s'exposent à une perte en cas de dépréciation des actions. Cette responsabilité implique que seuls les salariés capables de gérer efficacement leur portefeuille financier devraient opter pour ce dispositif.

Lorsqu'une entreprise décide d'ouvrir son capital à ses salariés, elle peut le faire à travers plusieurs plans d'actionnariat salarié, qui prennent principalement trois formes :

3.1. L'augmentation de capital réservée aux salariés

L'augmentation de capital dédiée aux salariés est une méthode permettant à l'entreprise d'améliorer sa capacité de financement tout en associant ses employés à ses objectifs de croissance et de performance. Cette opération favorise également la participation des salariés au capital social et peut contribuer à réduire les contraintes budgétaires liées aux rémunérations.

Selon Aubert et Rapp (2008), cette augmentation de capital peut prendre la forme des fonds à effet de levier qui repose sur un système de prêt permettant aux salariés d'accroître leur capacité d'investissement. Cependant, en contrepartie de ce financement, les salariés peuvent être amenés à renoncer à une partie de leurs dividendes, à une fraction de leurs plus-values et à une décote sur le prix des actions; ou bien la forme d'un reversement des primes de participation et d'intéressement : les primes d'intéressement sont liées à la performance de l'entreprise, tandis que les primes de participation correspondent à la quote-part des bénéfices distribuée aux salariés. Ces sommes peuvent être investies soit directement dans un plan d'épargne salariale, soit utilisées pour bénéficier d'une décote sur l'acquisition d'actions permettant ainsi aux salariés de devenir actionnaires de leur entreprise à des conditions avantageuses.

L'augmentation de capital réservée aux salariés présente plusieurs avantages pour l'entreprise. Elle permet tout d'abord un renforcement des fonds propres, améliorant ainsi la solidité financière et la capacité d'investissement de la société. En favorisant l'implication des employés dans la gouvernance et les résultats, elle contribue également à une hausse de la productivité, les salariés étant davantage incités à œuvrer pour la performance collective. De plus, ce mécanisme réduit la dépendance de l'entreprise vis-à-vis des créanciers et des investisseurs externes, garantissant une plus grande autonomie financière. Enfin, en impliquant les salariés dans l'actionnariat, l'entreprise accroît sa crédibilité auprès de ses clients et partenaires, qui y voient un gage de stabilité et de pérennité.

Toutefois, cette stratégie comporte aussi des inconvénients. L'augmentation de capital entraîne une dilution du capital social, affectant ainsi les droits de vote et les bénéfices des actionnaires. Elle peut également limiter l'autonomie des dirigeants et générer des divergences d'intérêts entre actionnaires et investisseurs.

3.2. L'achat d'options sur actions (stock-options)

Les stock-options constituent un instrument de rémunération utilisé par les entreprises pour motiver et fidéliser leurs salariés et dirigeants. Il s'agit d'un droit permettant d'acquérir un nombre déterminé d'actions à un prix fixé lors de l'attribution de l'option (Planchet et Thérond, 2003).

La littérature financière distingue deux types de stock-options. Le premier concerne les options d'achat, qui impliquent le transfert d'actions déjà existantes. Dans ce cas, l'entreprise rachète ses propres actions avant de les céder aux salariés à des conditions préférentielles, favorisant ainsi leur engagement à long terme (Desbrières, 1999). Le second type, les options de souscription, qui reposent sur l'émission de nouvelles actions, ce qui peut entraîner une augmentation du capital de l'entreprise et, par conséquent, un renforcement de ses fonds propres.

L'adoption des plans de stock-options répond principalement à deux motivations. D'une part, ils permettent d'aligner les intérêts des actionnaires et des managers. Selon la théorie d'agence développée par Jensen et Meckling (1976), ce mécanisme réduit les conflits d'intérêts en incitant les dirigeants à œuvrer pour l'amélioration de la performance financière de l'entreprise. En intégrant les bénéficiaires à la dynamique financière, cette approche favorise l'accroissement de la richesse des actionnaires. D'autre part, les stock-options offrent une optimisation fiscale et financière. En permettant aux salariés d'acquérir des actions à un prix réduit, ils leur confèrent des avantages fiscaux supérieurs à ceux d'une prime salariale classique. Toutefois, pour maximiser ces gains, les bénéficiaires peuvent être amenés à céder une partie ou la totalité de leurs actions après une période de détention.

3.3. L'attribution d'actions gratuites

L'attribution d'actions gratuites est une forme de rémunération directement liée à la performance de l'entreprise. Elle vise à capitaliser les réserves de l'entreprise tout en favorisant l'actionnariat salarié, incitant ainsi les employés à investir davantage dans la réussite de l'organisation.

L'octroi d'actions gratuites est généralement soumis à des conditions de performance, c'est-à-dire que le salarié doit atteindre certains objectifs avant de bénéficier de l'attribution définitive des titres. Comme l'explique Chloé (2013), la rémunération obtenue dépend de la variation du cours de l'action sur le marché et de l'atteinte des objectifs de performance fixés par l'entreprise. Dans ce contexte, même en cas de baisse du cours de l'action, les salariés peuvent conserver une rémunération potentielle si leurs objectifs de performance sont atteints. En résumé, l'entreprise choisit tel ou tel dispositif en fonction de ses objectifs tracés. Les stocks options sont privilégiés dans les entreprises technologiques et les start-ups et utilisés

afin de motiver les dirigeants. Ce dispositif a un impact positif sur la performance comptable de l'entreprise puisqu'il permet d'influencer les pratiques des dirigeants (Lakssoumi, F., & Moussa, A., 2021). De même, l'attribution d'actions gratuites permettant de fidéliser les salariés sur le long terme. Les résultats de l'étude de Khenissi & Thraya (2022) montrent que l'octroi des actions gratuites conditionné avec des critères de performance peut améliorer la performance extra-financière de l'entreprise à long terme.

A ce niveau, plusieurs points de divergences entre ces dispositifs peuvent se présenter liés essentiellement aux conditions d'accès: tandis que les stocks options nécessitent une période de vesting, les actions gratuites sont souvent accompagnées des conditions de performance et d'ancienneté, et l'augmentation de capital dédiée aux salariés est liée à une décote ou abondement. D'autres points peuvent faire la différence entre ces formules comme l'impact sur l'entreprise, la fiscalité, les risques liés à chaque formule.

4. Les principaux plans d'actionnariat salarié

Les plans d'actionnariat salarié sont des dispositifs (qui regroupent entre autre les conditions d'éligibilité, la durée de détention et de cession de titres, les avantages fiscaux y afférent...etc.) ou mécanismes adoptés par les entreprises afin de permettre aux salariés de détenir des parts de capital. Ils visent à offrir aux salariés des actions à des prix avantageux et à faciliter l'acquisition des titres. Ces plans diffèrent selon les spécificités des entreprises, des secteurs et de la réglementation de chaque pays. Nous présentons ci-dessous les principaux plans d'actionnariat salarié utilisés à travers le monde :

Tableau 1 : Les principaux plans d'actionnariat salarié

Type de Plan d'actionnariat	Description	Caractéristiques essentielles
Employee Stock Ownership Plan (ESOP)	Utilisé aux États-Unis, il offre aux salariés la possibilité d'acquérir des titres soit par achat direct soit par l'attribution de titres gratuits.	Offre des avantages fiscaux tant pour l'entreprise que pour les salariés. Les actions acquises sont détenues par un intermédiaire (TRUST) pour le compte des salariés jusqu'à leur retraite ou leur sortie de l'entreprise. (NCEO)
FCPE (Fonds Communs de Placement d'Entreprise)	Généralement adopté en France, c'est un plan d'épargne salariale permettant aux salariés de souscrire à des fonds communs de placement en investissant dans les actions de l'entreprise.	Les salariés acquièrent des parts de fonds gérés collectivement. Les plus-values générées peuvent être exonérées d'impôts sous certaines conditions. Souvent accompagné d'un dispositif de participation. (economie.gouv)
PEG (Plan d'Épargne Groupe)	Encourage les salariés à investir dans le capital de leur groupe.	Permet aux salariés d'acheter des actions à des prix avantageux et de bénéficier d'une prime préférentielle et d'une exonération fiscale sous certaines conditions. Principalement utilisé pour les actions cotées en bourse. (AMF,PEG)
PEE (Plan d'Épargne Entreprise)	Offre aux salariés un cadre d'épargne à moyen terme dans un portefeuille d'actions, obligations ou autres produits financiers.	Les entreprises versent généralement une prime de participation ou d'intéressement. Les sommes investies restent bloquées pendant 5 ans sauf cas exceptionnels. (AMF, PEE)
SAB (Share Acquisition Plan)	Offre aux salariés la possibilité d'acheter des actions à prix réduit ou de recevoir des actions gratuites.	Programme souvent soumis à des restrictions telles que des périodes d'indisponibilité des titres. (investopedia,SAB)
RSU (Restricted Stock Units)	Forme d'actions restreintes attribuées aux salariés, mais cessibles uniquement après une période de vesting.	La valeur de l'action est basée sur le prix du marché boursier. Les actions sont attribuées aux employés sans nécessité d'achat, sous condition de maintien en poste pendant une durée déterminée. (investopedia,RSU)
ESPP (Employee Stock Purchase Plan)	Permet aux salariés d'acheter des actions de leur entreprise à un prix inférieur à la valeur marchande ou avec un rabais sur le prix d'achat.	Souvent accompagné d'une période d'indisponibilité des actions. L'acquisition des titres se fait via des prélèvements sur le salaire. (investopedia,ESPP)

Source : Les auteurs.

L'adoption de tel ou tel plan dépend de plusieurs facteurs tels que la zone géographique, la taille et la culture de l'entreprise ainsi que sa vision à la gestion des talents. Tandis que les FCPE, PEG et PEE semblent adaptés au contexte français, notamment aux holdings et aux multinationales souhaitant harmoniser l'épargne salariale de leurs filiales, les SAB, RSU et ESPP sont plus répandus aux États-Unis, principalement dans les entreprises cotées en bourse des secteurs financier, industriel et technologique. L'ESOP, quant à lui, est plus courant dans les groupes cotés en bourse ayant pour objectif la transmission de l'entreprise aux salariés.

Dans ce contexte, Chérioux (1999) explore dans son rapport les dispositifs d'implication de l'actionnariat salarié et avance que ces plans peuvent renforcer les liens avec les actionnaires et améliorer la performance de l'entreprise. Ainsi les salariés deviennent actionnaires à travers l'inscription dans un ou plusieurs plans. L'analyse de Nicolas Aubert (2007) des différents facteurs permettant d'influencer les choix d'investissement des salariés dans les FCPE, aboutit à des raisons d'ordre financier notamment les avantages fiscaux et les abondements de l'entreprise et que l'investissement dans cette formule conduit à une concentration du patrimoine financier des salariés dans leur l'entreprise. L'auteur ajoute que le manque de communication financière et l'éducation efficace peut limiter la participation financière des salariés malgré toutes les incitations. En outre, GUERY (2015), conclut que les différents dispositifs de l'AS tel que PEE affectent la résilience des entreprises en période de crise, il souligne que l'investissement à long terme dans un PEE offre à l'entreprise une source de financement permettant de réduire sa dépendance envers les marchés financiers principalement en période de crise.

D'autres études analysent les spécificités et les avantages du plan ESOP utilisé généralement aux états-unis et comparent ses spécificités avec d'autres formules. Le développement de l'ESOP selon Aubert (2015) est justifié par la volonté des entreprises à minimiser les coûts d'agence, et bénéficier des incitations fiscales notamment en raison notamment de la durée de blocage supérieure généralement à 5 ans et de nombreuses causes légales permettant le déblocage des titres. Le PEE adapté au contexte français est assorti d'une durée d'indisponibilité de 5 ans et des causes de déblocage peu nombreuses

5. Méthodologie de l'étude

5.1. Approche de l'étude

Nous adoptons dans cette étude une approche mixte, combinant entre le qualitatif et le quantitatif visant à étudier les dispositifs de l'actionnariat salarié mis en place par les filiales marocaines de groupes français composant le CAC 40, sur la période 2012-2022. L'objectif est de relever les caractéristiques et les tendances de la pratique l'actionnariat salarié dans les groupes français implantés au Maroc.

Cette analyse descriptive et analytique porte exclusivement sur les groupes français ayant réalisé au moins une opération d'augmentation de capital dédiée aux salariés marocains dans la période retenue.

Le choix de la population est justifié par un paysage économique marocain marqué par une forte présence d'entreprises familiales, où le contrôle du capital est généralement assuré par les membres de la famille, limitant ainsi l'ouverture du capital aux salariés. Par ailleurs, les grandes entreprises marocaines favorisant l'actionnariat salarié restent peu nombreuses, rendant difficile une étude globale de cette politique, tandis que les mécanismes de gouvernance des filiales des groupes étrangers demeurent non explorés dans la littérature existante.

5.2. Sources et structuration des données

L'étude repose sur l'examen des caractéristiques des opérations d'actionnariat salarié mises

en œuvre sur la période étudiée. Les données proviennent principalement des notes d'information officielles des entreprises, détaillant les conditions des opérations, le site de la Bourse de Paris, fournissant des informations sur les groupes cotés, et les documents d'enregistrement universels, qui décrivent les pratiques financières et de gouvernance des entreprises concernées.

La méthodologie de collecte et de traitement des données s'articule en plusieurs étapes. Tout d'abord, l'identification de l'échantillon repose sur le recensement des groupes français cotés au CAC 40 disposant de filiales au Maroc. Ensuite, une sélection est effectuée afin de ne retenir que les entreprises ayant mis en place des dispositifs d'actionnariat salarié au sein de leurs filiales marocaines. Cette étape nous a permis de constituer notre échantillon comprenant 14 groupes français ayant réalisé 62 opérations d'augmentation de capital en faveur de leurs salariés marocains.

L'analyse structurelle des groupes sélectionnés consiste à recenser le nombre de filiales de chaque groupe et à les classer selon leur secteur d'activité. Cette étape permet d'établir une cartographie des entreprises concernées et de comprendre la répartition sectorielle des pratiques d'actionnariat salarié.

Par la suite, nous avons effectué une analyse des dispositifs d'actionnariat salarié. Celle-ci porte sur la répartition des entreprises en fonction de la formule d'actionnariat adoptée, qu'il s'agisse de l'attribution gratuite d'actions, des stock-options ou des plans d'épargne entreprise. De plus, la période de blocage des actions émises est examinée afin d'évaluer l'impact des réglementations et des pratiques spécifiques des groupes concernés.

Nous avons également réalisé une analyse financière des opérations d'actionnariat salarié sur la période retenue. Cette analyse s'attache à déterminer le montant global des opérations réalisées, le montant spécifiquement autorisé au Maroc ainsi que le montant total souscrit par les salariés.

Enfin, l'évaluation de la participation des salariés permet de mesurer leur engagement dans ces dispositifs. Elle inclut une répartition des taux de souscription des salariés par secteur d'activité et une analyse de la part du capital détenue par ces derniers dans chaque secteur. Ces éléments permettent d'apprécier l'ampleur et l'impact des mécanismes d'actionnariat salarié mis en place au sein des filiales marocaines des groupes du CAC 40.

Les résultats seront présentés sous forme de tableaux comparatifs afin de mettre en évidence les écarts entre entreprises et secteurs et d'illustrer les principales tendances de l'actionnariat salarié au Maroc.

6. Résultats

6.1. L'échantillon de l'étude et analyse descriptive

Le tableau ci-dessous résume l'échantillon de notre étude.

Tableau 2 : L'échantillon de l'étude

Secteur d'activité	Groupes	Nombre d'operations/groupe	Nationalité	Nbr de filiales	Filiales concernées au maroc
Biens de Consommation Non Essentiels	L'ORÉAL	1	Française	1	- L'ORÉAL MAROC
Communication & Médias	VIVENDI	1	Française	2	- MAROC TELECOM, -CASANET SA
Communication & Médias	ORANGE	2	Française	6	- MEDI TELECOM SA, - MEDI - TELECOM DISTRIBUTION SA, - SOFRECOM SERVICES MAROC, - ORANGE MONEY MAROC SA, - ORANGE BUSINESS MAROC SARL, - ORANGE MIDDLE EAST & AFRICA MANAGEMENT SA.
Énergie	AIR LIQUIDE	4	Française	2	- AIR LIQUIDE MAROC - SOMATI
Énergie	TOTAL ENERGIES	5	Française	5	- TOTAL ENERGIES MARKETING MAROC, - MAHATTA - EMBLISSEMENT DE GAZ D'OUARZAZATE2 - SOCIÉTÉ D'EMBLISSEMENT DE GAZ DE BERRECHID3 , - COMPOSITE INDUSTRIE MAROC
Industrie	AIRBUS	8	Multinational	3	- STELIA AEROSPACE MAROC SA, - AEROLIA CONSTRUCTION AÉRONAUTIQUE DU MAROC SA - AIRBUS DEFENCE AND SPACE MAROC
Industrie	VINCI	6	Française	7	- FREYSSIMAT , - CEGELEC , - DUMEZ MAROC , - ENGINEERING GLOBAL SOLUTION, - SOGEA MAROC - LES SUCCURSALES TERRE ARMÉE MAROC - SOGEA TANGER MED
Industrie	RENAULT	2	Française	5	-RENAULT TANGER EXPLOITATION, - RENAULT COMMERCE MAROC, - SOMACA, - RCI FINANCE MAROC - RENAULT MAROC SERVICES

Industrie	SAFRAN	3	Française	5	- AIRCELLE MAROC, - LABINAL MAROC, - SAFRAN ENGINEERING SERVICES MAROC, - SNECMA MOROCCO ENGINE SERVICES - MORPHO MAROC
Santé	SANOFI	4	Française	1	- SANOFI-AVENTIS MAROC
Services Collectivités aux	VEOLIA ENVIRON.	4	Française	6	- AMENDIS SA ; - VWS MAROC SARL.- COMPAGNIE DE TRAVAUX HYDRAULIQUES DU MAGHREB SA (CTHM) - REDAL SA;- VEOLIA ENVIRONNEMENT INDUSTRIE MAROC (VEIM) ; - VEOLIA SERVICES À L'ENVIRONNEMENT MAROC (VEOM) ;
Services Financiers	AXA	11	Française	14	- AXA ASSURANCE MAROC, - AXA FRANCE IARD, - AXA TECHNOLOGIE SERVICES, - AXA FRANCE VIE, - AVANSSUR, - AXA ASSISTANCE MAROC, - AXA ASSISTANCE MAROC SERVICES, - AXA CREDIT, - ACREDASSUR, - INSTITUT DE FORMATION ET DE DÉVELOPPEMENT PROFESSIONNEL AXA, - SOCIETE DE GESTION ET DE SURVEILLANCE (SGS) - 3A-PHONE.: AXA TECHNOLOGIE SERVICES, AXA FRANCE IARD, AXA FRANCE VIE ET AVANSSUR,
Services Financiers	SOCIETE GENERALE	5	Française	7	- ATHENA COURTAGE, - EQDOM, - LA MAROCAINE VIE, - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE MAROCAINE DE BANQUES, - SOGELEASE MAROC, - SG ATS - SG ABS
Technologies de l'information	CAPGEMINI	6	Française	2	-CAPGEMINI TECHNOLOGY SERVICES MAROC SA, - ALTRAN MAROC ET MG2 ENGINEERING

Source : Les auteurs, d'après les données collectées

L'analyse du tableau révèle une diversité sectorielle (8 secteurs), avec une prédominance des services financiers, qui regroupent 21 filiales, soit environ 31,8 % du total. Ce secteur est principalement représenté par AXA et Société Générale, qui ont réalisé respectivement 11 et 5 opérations, totalisant ainsi 16 opérations, ce qui représente plus du quart des opérations effectuées.

De son côté, le secteur industriel, qui comprend 20 filiales réparties entre Airbus, Vinci, Renault et Safran, se distingue par son dynamisme en matière d'actionnariat salarié avec 19 opérations au total, soit environ 31 % de l'ensemble des opérations répertoriées. Ce secteur apparaît ainsi comme le plus actif en matière de mise en place de dispositifs d'augmentation de capital réservée aux salariés. En particulier, Airbus, avec 8 opérations à lui seul, se démarque par une politique volontariste en faveur de cette pratique.

Le secteur de la communication et des médias et le secteur de l'énergie regroupent respectivement 8 et 7 filiales, avec un total de 3 et 9 opérations. Cette dynamique de l'énergie est portée principalement par TotalEnergies et Air Liquide, qui ont respectivement réalisé 5 et 4 opérations.

Bien que le secteur des services aux collectivités soit représenté uniquement par Veolia Environnement, il compte 4 opérations réalisées au profit des salariés de 6 filiales, témoignant l'implication de ce groupe dans la politique structurée d'actionnariat salarié.

De même, le secteur des technologies de l'information affiche un nombre de filiale limité (seulement Capgemini et Altran Maroc), mais totalise 6 opérations, traduisant ainsi une forte mobilisation de l'actionnariat salarié dans ce domaine.

Enfin, les secteurs de la santé et des biens de consommation non essentiels comptent une seule filiale chacun, représentés respectivement par Sanofi et L'Oréal. Bien que peu présents en nombre d'entreprises, ces secteurs ont tout de même mené un total de 5 opérations, dont 4 pour Sanofi, témoignant d'un certain engagement dans l'actionnariat salarié malgré une présence plus limitée au Maroc.

6.2. Répartition selon la formule adoptée de l'actionnariat salarié

Nous présentons dans ce paragraphe, les différents plans proposés dans les opérations de l'actionnariat salarié au Maroc.

Tableau 3 : la répartition des formules de l'Actionnariat salarié par secteur

Formule de AS	Nbr Opérations	Nbr Opérations/secteur
ESOP	9	TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION (1)+ L'INDUSTRIE (8)
FCPE	43	TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION (5)+Biens de Consommation Non Essentiels(1)+L'ENERGIE (5)+Services aux Collectivités(4)+SANTÉ (1)+Communication & Médias(2)+L'INDUSTRIE(9)+SERVICES FINANCIERS (16)
PEG	9	ENERGIE(4)+SANTÉ (3)+L'INDUSTRIE(2)
PEG ou FCPE	1	COMMUNICATION ET MÉDIAS (1)
Total général	62	8 SECTEURS (62 OPERATIONS)

Source : les auteurs, après traitement des informations publiées dans les notes d'informations.

Le tableau met en évidence la prédominance du FCPE (69 % des opérations, soit 43 sur 62), largement adopté dans les services financiers (16 opérations), l'industrie (9), l'énergie et les technologies de l'information (5 chacune). Son succès s'explique par sa gestion simplifiée et ses avantages fiscaux.

La formule de l'ESOP est principalement utilisée dans l'industrie (8 opérations) et les technologies de l'information (1), traduisant une volonté modérée d'implication directe des salariés dans la gouvernance.

La formule de l'PEG est adoptée également dans (14,5 % de cas, soit 9 opérations) et concerne notamment l'énergie (4 opérations), la santé (3) et l'industrie (2), privilégiée par les groupes à forte présence internationale pour son adaptabilité aux réglementations locales. Enfin, une opération hybride (PEG et FCPE) a été recensée, offrant plus de flexibilité aux salariés.

6.3. Répartition selon la période de blocage des actions émis

L'une des caractéristiques essentielles lors de l'annonce de l'opération de l'AS est celle de la période d'indisponibilité des actions émises. Le tableau 4 résume les périodes d'indisponibilités retenues par les groupes en question.

Tableau 4 : La répartition des périodes d'indisponibilités des titres par entreprise

Les Périodes d'Indisponibilité des titres	Nombre des Opérations
1an	8
3ans	6
5 ans	48
Total général	62

Source : les auteurs, après traitement des informations publiées dans les notes d'informations.

Le tableau ci-dessus met en lumière les périodes de blocage des titres émis dans le cadre des opérations de l'AS. Les résultats indiquent que:

Dans 77% des cas, les émetteurs ont choisi une période de 5 ans, cela s'explique par la volonté d'éliminer tout risque qui peut affronter la mauvaise gestion des actions et notamment l'alignement avec le cadre réglementaire des plans d'épargne salariale qui exige une période d'indisponibilité des titres de 5 ans afin de profiter des avantages fiscaux.

Une durée d'indisponibilité d'un an concerne 13% des opérations de l'étude ; elle est généralement adoptée afin d'offrir aux salariés un sentiment de flexibilité, notamment lorsqu'on parle des plans d'actionnariat à l'échelle internationale.

Pour la période de blocage de 3ans, elle est retenue parfois pour concilier l'encouragement à l'épargne et un accès généralement rapide aux titres pour les salariés ; cette option représente 10% des opérations de l'échantillon.

6.4. Répartition selon les montants de l'opération

Après avoir présenté les secteurs et les groupes dans lesquels se concentre la pratique de l'AS ainsi que les formules et les périodes adoptées par chaque secteur, nous analysons dans ce qui suit le volume des opérations ainsi que la réaction des salariés à ces annonces dans le contexte marocain.

Le tableau 5 présente les principales données des augmentations de capital réservées aux salariés des filiales marocaines entre 2012 et 2022. L'analyse des montants globaux montre que les groupes AXA (13,57 Mds MAD) et CAPGEMINI (6,87 Mds MAD) affichent les volumes les plus élevés, traduisant la taille significative et la large ouverture du capital aux salariés étrangers. À l'inverse, SAFRAN (459 MMAD) et RENAULT (1,15 Md MAD) présentent les montants les plus restreints.

Concernant les montants autorisés au Maroc, ORANGE domine avec 94,6 MMAD, suivi de RENAULT (76,1 MMAD) et VEOLIA (32,1 MMAD). Cependant, la souscription effective varie fortement d'un groupe à l'autre.

L'analyse croisée entre le montant souscrit effectivement (5^{ème} et 6^{ème} colonne) et le taux de souscription des salariés éligibles permet d'évaluer le niveau d'implication des salariés et leur capacité financière à investir dans leur entreprise. Les résultats révèlent des disparités importantes.

Tableau 5 : la répartition des montants de l'opération dans la période retenue de l'étude

Sociétés	Moyenne de montant global de l'opération (millions MAD)	Moyenne de montant autorisé au Maroc (millions MAD)	Le montant autorisé en %	Moyenne de montant souscrit au Maroc (millions MAD)	Le montant souscrit en %	Moyenne de taux de souscription au Maroc (%)
AIR LIQUIDE	1.061,80	3,55	0,334%	0,91	25,744%	24,729%
AIRBUS	2.079,81	2,74	0,132%	1,48	54,029%	31,018%
AXA	13.575,40	39,03	0,288%	1,31	3,345%	5,477%
CAPGEMINI	6.875,13	32,05	0,466%	1,21	3,782%	8,915%
L'ORÉAL	1.343,98	5,18	0,386%	N/S	N/S	N/S
ORANGE	2.116,15	94,64	4,472%	N/S	N/S	N/S
RENAULT	1.158,06	76,12	6,573%	3,38	4,446%	3,950%
SAFRAN	459,00	N/S	N/S	1,79	N/S	36,500%
SANOFI	4.883,22	7,10	0,145%	0,34	4,836%	4,628%
STES GENERALE FRANCE	2.954,05	38,50	1,303%	1,93	5,022%	2,074%
TOTAL ENERGIES	7.181,68	10,19	0,142%	2,10	20,555%	18,310%
VEOLIA	2.072,83	32,42	1,564%	0,87	2,686%	60,350%
VINCI	6.531,56	16,55	0,253%	4,13	24,949%	1,237%
VIVENDI	1.615,27	17,60	1,090%	N/S	0,000%	N/S
Total général	5.484,56	26,01	0,4742%	1,71	6,559%	15,981%

Source : Les auteurs, après traitement des informations publiées dans les notes d'informations.

AIRBUS (avec 31,02% d'implication des salariés, et une souscription de 54,03% du montant autorisé) et TOTAL ENERGIES (avec 18,31% d'implication des salariés et un montant souscrit représentant 20,55% du montant autorisé) affichent des chiffres cohérents qui répondent à l'investissement dans le dispositif de l'actionnariat salarié.

Bien que certains groupes enregistrent un taux de souscription élevé (>20%), indiquant une participation significative des salariés, mais cela ne se traduit pas nécessairement par un montant souscrit élevé. Par exemple, VEOLIA affiche un taux record de 60,35% des salariés souscripteurs, mais un montant souscrit de seulement 2,68% du montant autorisé, suggérant que bien que de nombreux salariés aient participé, leurs investissements individuels sont restreints. Un phénomène similaire est observé chez SAFRAN (36,50% de taux de souscription, mais montant souscrit non significatif).

À l'inverse, d'autres groupes enregistrent un taux de souscription plus faible, avec un montant souscrit élevé. VINCI présente un taux de souscription (1,23%) et un montant souscrit de 24,94%, ce qui démontre que, malgré un engagement plus limité en nombre de salariés, ceux qui participent investissent des montants relativement importants.

Enfin, certaines entreprises affichent des niveaux faibles dans les deux indicateurs. Les chiffres de AXA (5,47% de taux de souscription et seulement 3,34% du montant autorisé souscrit) et CAPGEMINI (8,91% de taux de souscription et 3,78% du montant autorisé souscrit) mettent l'accent sur la politique de communication des sociétés et capacité d'investissement des salariés marocains.

En résumé, une forte implication des salariés dans les programmes lancés par les entreprises ne signifie pas forcément un montant souscrit élevé, ce qui met en évidence le rôle du pouvoir d'achat des salariés et des incitations financières mises en place par chaque groupe. Les groupes où un grand nombre de salariés participent mais avec de faibles montants investis peuvent être confrontés à des contraintes budgétaires des employés. À l'inverse, un faible taux de souscription combiné à des montants souscrits élevés peut refléter une participation sélective, où seuls certains salariés, mieux rémunérés ou plus convaincus, investissent des sommes importantes.

6.5. Répartition des variables selon les secteurs

Une répartition selon les secteurs nous semble nécessaire afin de juger sur ceux les plus actifs en matière de capitaux détenus par les salariés.

Tableau 6 : la répartition de taux de souscription et le % de capital des salariés par secteur

Secteurs	Moyenne de taux de souscription au Maroc (%)	Moyenne de % de K détenu par les salariés au Maroc
BIENS DE CONSOMMATION NON ESSENTIELS	N/S	0,0000185%
COMMUNICATION & MEDIAS	N/S	N/S
ÉNERGIE	21,163%	0,0002079%
INDUSTRIE	18,692%	0,0004655%
SANTE	4,628%	0,0000291%
SERVICES AUX COLLECTIVITES	60,350%	0,0101199%
SERVICES FINANCIERS	4,414%	0,0025207%
TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION	8,915%	0,0014149%
Total général	15,981%	0,0021%

Source : les auteurs, après traitement des informations publiées dans les notes d'informations

Le tableau 6 met en évidence la répartition du taux de souscription et du pourcentage de capital détenu par les salariés selon les secteurs d'activité. Les services aux collectivités affichent le taux de souscription le plus élevé (60,35%), suivis par l'énergie (21,16%) et l'industrie (18,69%), indiquant un bon niveau d'adhésion des salariés à ces dispositifs.

En revanche, certains secteurs, comme les technologies de l'information (8,91%) et la santé (4,63%), enregistrent des taux plus modérés, suggérant une participation plus limitée des salariés. Le secteur des services financiers (4,41%) et celui de la communication et médias (non précisé) présentent également des niveaux relativement bas.

Concernant la part du capital détenu par les salariés, les services financiers (0.0025%) et les Services aux collectivités (0.010%) enregistrent les moyennes les plus élevées, tandis que les autres secteurs restent en dessous de 0.002%.

En résumé, les secteurs des services aux collectivités, de l'énergie et de l'industrie se démarquent par un taux de souscription important, tandis que les services financiers et services aux collectivités enregistrent une part élevée du capital salarié. Ces résultats traduisent des dynamiques sectorielles spécifiques influençant l'adoption de l'actionnariat salarié.

7. Discussion des résultats

L'analyse des dispositifs d'actionnariat salarié (AS) dans les filiales de groupes étrangers implantées au Maroc et spécifiquement cotées à la bourse de Paris (Euronext) permet d'identifier plusieurs tendances et spécificités propres au contexte marocain. En mobilisant des références académiques, cette section met en lumière les facteurs influençant l'adhésion des salariés, les formes de plans adoptés ainsi que les secteurs les plus actifs.

7.1. Les secteurs actifs et attractifs

Les montants d'augmentation de capital dédiés aux salariés varient en fonction de la taille du groupe, du secteur d'activité et des incitations financières mises en place. Au Maroc, l'AS est surtout développé dans les entreprises du secteur financier et au sein des filiales des groupes étrangers. Aux seins de ceux-ci, ce sont les secteurs de l'industrie et financier qui affichent un nombre élevé d'opérations (56.45%) et des montants autorisés et souscrits significatifs. En France cette politique financière est répandue dans les grandes entreprises cotées tandis qu'aux États-Unis, elle est davantage présente dans les PME, notamment grâce aux ESOPs (Employee Stock Ownership Plans), qui facilitent la reprise d'entreprises par les salariés (Aubert, 2020).

Dans notre échantillon, les entreprises du secteur industriel et des services aux collectivités affichent des taux plus élevés en ce qui concerne la participation des salariés. Aux États-Unis, la participation de ceux-ci concerne plus les secteurs des technologies et l'information, les soins de santé, la distribution et l'industrie (Aubert, 2020). À l'inverse, les secteurs où les salaires sont plus bas enregistrent des taux de souscription moindres, confirmant que le revenu est un facteur déterminant dans l'adhésion à ces dispositifs (El Marabti & El Ouafa, 2022).

Par conséquent, la question de la variation du taux de participation des salariés d'un groupe à l'autre peut être justifiée par plusieurs raisons. Le type de l'entreprise joue un rôle déterminant dans ce choix stratégique, les groupes dont l'actionnariat est majoritairement familial sont généralement moins actifs à ouvrir régulièrement leur capital aux salariés. De plus, la culture traditionnelle du groupe, ses objectifs stratégiques ainsi que le niveau de la communication financière influencent significativement cette différenciation.

7.2. Les salariés les plus actifs

S'agissant des taux de souscription qui varient entre 1.24% et 60.35%, l'analyse montre qu'au Maroc, comme en France et aux États-Unis, la participation dépend fortement du pouvoir d'achat des salariés et de l'attractivité des offres proposées. Ce résultat est confirmé par l'analyse menée par El Marabti & El Ouafa (2022) prétendant que *“le type de salarié le plus susceptible de détenir des actions de son entreprise est un cadre masculin du secteur financier ayant un niveau d'éducation tertiaire”*

En outre, la participation des salariés à l'AS dépend d'autres facteurs, notamment la communication des plans par l'entreprise, la perception des salariés quant à l'opportunité financière et leur situation socio-économique (Dewe et al., 1988 ; Pendleton, 2009). L'enquête européenne sur les conditions de travail de 2005 citée par Marabti & El Ouafa (2022) montre que les cadres occupant des postes de responsabilité sont quatre fois plus susceptibles d'adhérer à ces dispositifs que les ouvriers non qualifiés. Ce constat est également observé aux États-Unis et au Royaume-Uni (Kruse et al., 2007 ; Pendleton, 2009).

7.3. Pourcentage du capital détenu par les salariés marocains

Malgré la mise en place de dispositifs d'actionnariat salarié, la part du capital détenue par les employés marocains demeure relativement faible (0.0021%, moyenne de tous les secteurs) par rapport au contexte français dans lequel les salariés sont l'actionnaire de référence dans beaucoup d'entreprises cotées. De même, Aux États-Unis, Aubert, (2020) souligne qu'environ

18 % des salariés détiennent de l'actionnariat salarié, soit un encours total de 1,8 trillon de dollars. Cette situation s'explique en premier lieu par le manque de culture financière et d'éducation à l'investissement en actions, la structuration capitalistique des grands groupes où les salariés n'ont qu'un poids limité dans la gouvernance, contrairement aux modèles américains des ESOPs qui permettent une implication plus forte des salariés dans les décisions stratégiques (Aubert, 2020), et les inégalités d'accès en fonction de la position professionnelle : les cadres et salariés à revenu élevé souscrivent davantage que les ouvriers ou employés. La faible adhésion des salariés est due à l'impopularité de l'actionnariat salarié au Maroc qui est justifié selon Elouadi & El Kerbani (2022) par la méconnaissance des effets de l'actionnariat salarié le retard législatif et le manque d'un cadre incitant en matière de l'épargne salariale. La législation marocaine qui a introduit des dispositifs concernant les différents plans d'intégration des salariés depuis 2013, reste limitée surtout au niveau de l'abondement, les plafonds des sommes à bloquer et les conditions d'exonération fiscale. De même, les différences culturelles restent un facteur limitatif de la participation des salariés dans cette politique financière.

8. Conclusion

En guise de conclusion, nous rappelons que notre analyse concerne la période allant de 2012 à 2022 (11 ans), pour un échantillon de 62 opérations d'augmentation de capital opérées par des filiales marocaines. Celles-ci appartiennent à 14 groupes français, cotés à la bourse de Paris et composant l'indice CAC40. Ces opérations sont réservées aux salariés éligibles (remplissant certaines conditions d'ancienneté, de statut et de type de contrat) afin de promouvoir l'actionnariat salarié à long terme et de renforcer son sentiment d'appartenance au groupe chez les employés.

En s'appuyant sur les différents plans (ESOP, FCPE, PEG), les firmes développent l'actionnariat salarié afin d'aligner les intérêts entre les actionnaires et les dirigeants avec les salariés en leur associant dans la gouvernance de l'entreprise via le vote dans l'assemblée générale et leur allouant une part de la valeur ajoutée.

A travers cette étude, les spécificités de l'implication de l'actionnariat salarié dans les filiales installées au Maroc. Les résultats de l'analyse montrent que la pratique de l'actionnariat salarié au Maroc est répandue plus dans les secteurs de l'industrie et financier. Toutefois, les entreprises du secteur industriel et des services aux collectivités affichent des taux de participation des salariés plus élevés.

La période d'indisponibilité des titres met l'accent sur l'arbitrage entre l'engagement à long terme et la liquidité des titres, notamment chez les salariés à faible revenu. Le suivi de ce critère à travers les notes d'information permet de constater que dans la majorité des cas (77%), les entreprises choisissent une période d'indisponibilité des titres de 5 ans, notamment pour bénéficier des avantages fiscaux appliqués. De même pour la formule choisie et dans un souci d'alignement avec le contexte français les groupes optent (43 sur 62 opérations) pour le FCPE considéré comme le principal véhicule par lequel se réalise l'essentiel de l'AS.

En dernier lieu, nous soulignons que l'absence de dispositif d'actionnariat salarié unifié est incitatif ne favorise pas le développement de cette politique financière et l'adhésion des salariés aux programmes annoncés par les entreprises. Dans notre échantillon, la moyenne de la part du capital détenue par les employés marocains demeure relativement faible (0.0021%, moyenne de tous les secteurs). Dans ce sens, plusieurs études montrent que les effets positifs de l'actionnariat salarié ne sont pas systématiques et sont conditionnés, par la présence des variables incitatives (Elouadi, 2020). Poulain-Rehm, (2007) affirment que les effets induits dépendent du niveau de capital détenu par les salariés, de la participation perçue et des finalités des opérations d'AS. De même, l'engagement des salariés actionnaires résulte de

l'interaction de plusieurs facteurs. L'étude de Moustabchir, Khenissi et al. (2024) confirme cette conclusion, affirmant que l'actionnariat salarié constitue un levier potentiel d'engagement, mais qu'il ne suffit pas à garantir une implication forte sans un climat favorable, une transparence accrue et une gouvernance structurée.

Le choix de l'actionnariat salarié comme levier d'engagement repose sur plusieurs mécanismes qui le distinguent des autres formes de motivation et d'implication des salariés telles que les primes, le climat social ou les pratiques de reconnaissance. En devenant actionnaire, le salarié s'intègre davantage à l'entreprise et bénéficie directement de sa rentabilité et de sa réussite. Cet alignement d'intérêts a un impact positif sur la productivité et la performance de l'entreprise. Par ailleurs, l'actionnariat salarié favorise une implication à long terme, réduisant ainsi le turnover et renforçant une culture d'engagement durable qui améliore la réputation de l'entreprise.

L'actionnariat salarié agit en complément d'autres leviers stratégiques. Les études de Kruse, Freeman et Blasi (2010), ainsi que celles d'Oyer et Schaefer (2005), indiquent que les entreprises ayant un fort taux d'actionnariat salarié sont souvent plus performantes et présentent un engagement plus élevé de leurs employés. En effet, l'actionnariat salarié permet d'aligner les intérêts, de réduire les conflits et de renforcer l'implication des salariés. Toutefois, d'autres éléments jouent un rôle essentiel dans cet engagement, tels que la qualité de la gouvernance, la transparence des communications financières et stratégiques, les incitations financières (plus-values, dividendes), la culture d'entreprise et son environnement social.

A ce stade, des recherches complémentaires pourraient explorer l'interaction de l'actionnariat salarié avec les autres formes d'implication des salariés afin d'évaluer leur impact sur la performance organisationnelle et financière de l'entreprise. En outre, les conclusions de notre étude ne peuvent pas être généralisées à l'ensemble des filiales des groupes étrangers installées au Maroc. Une analyse plus large, intégrant divers types d'entreprises et d'autres marchés financiers, serait nécessaire pour obtenir des résultats plus pertinents sur le contexte marocain. Ces perspectives ouvrent ainsi la voie à de nouvelles recherches approfondissant la question de l'implication des salariés dans le capital des entreprises.

Références

- (1). Aubert, N. (2007). Les déterminants des investissements des salariés dans les FCPE d'actionnariat salarié. *Économies et finances*. Aix Marseille Université.
- (2). Aubert, N. (2015). L'actionnariat salarié aux États-Unis. Dans *Guide de l'épargne et de l'actionnariat salarié* (Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés).
- (3). Aubert, N. (2020). *L'actionnariat salarié aux États-Unis. Guide de l'épargne et de l'actionnaire salarié : Ce que l'épargnant doit savoir*.
- (4). Aubert, N., & Rapp, T. (2008). Les salariés actionnaires : Pourquoi investissent-ils dans leur entreprise ? *Finance Contrôle Stratégie*, 26(11[4]), 87–110.
- (5). Autorité des marchés financiers (AMF) – PEE. Plan d'épargne entreprise. <https://www.amf-france.org/>
- (6). Autorité des marchés financiers (AMF) – PEG. Plan d'épargne groupe. <https://www.amf-france.org/>
- (7). Bourdon, P., & El Ouadi, S. (2020). L'actionnariat salarié, un dispositif à promouvoir : L'exemple marocain. *Blog de l'Épargne Salariale*. <https://www.epargnesalariale.fr/blog/2020/07/24/actionnariat-salarie-un-dispositif-a-promouvoir-exemple-marocain/>.

- (8). Campa, D., & Kern, A. (2020). Employee stock ownership and cost of capital: Evidence from the S&P 500. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 31(3), 150–162.
- (9). Chérioux, J. (1999). L'actionnariat salarié : Vers un véritable partenariat dans l'entreprise [Rapport d'information 500 (98-99)]. Commission des Affaires sociales.
- (10). Chloé, G. S. (2013). Introduction des actions gratuites en droit français et évolution des pratiques de rémunération en actions. Communication présentée lors du 12^e Colloque international de gouvernance.
- (11). Coff, R. W. (1997). Human assets and management dilemmas: Coping with hazards on the road to resource-based theory. *The Academy of Management Review*, 22(2), 374–402.
- (12). Corentin, G. (2018). L'actionnariat des salariés : Un moyen efficace en vue d'améliorer le rapport conflictuel entre les actionnaires et les salariés [Thèse de doctorat, Louvain School of Management – Université catholique de Louvain].
- (13). Dahir n° 1-12-57 du 14 Safar 1434 (28 décembre 2012). Portant promulgation de la loi de finances n° 115.12 pour l'année budgétaire 2013. 2012.
- (14). Desbrières, P. (1990). Participation financière des salariés et organisation interne de l'entreprise. *Revue d'économie industrielle*, 54(1), 44–67.
- (15). Desbrières, P. (1999). Motifs et conséquences de l'adoption des stock-options, 26.
- (16). Desbrières, P. (2002). Les actionnaires salariés. *Revue française de gestion*, 141, 255–281.
- (17). Économie.gouv. Comment fonctionne l'actionnariat salarié. <https://www.economie.gouv.fr/entreprises/comment-fonctionne-lactionnariat-salarie>
- (18). El Kerbani, M., & Elouadi, S. (2021). Les effets de l'actionnariat salarié au Maroc: Analyse par équations structurelles. In *International Conference on Research in Applied Mathematics and Computer Science (Vol. 2021)*. ICRAMCS 2021.
- (19). El Marabti, R., & El Ouafa, K. (2022). L'actionnariat salarié et performance des entreprises : Revue de littérature. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 3(4–2), 408–424.
- (20). Elouadi, S. (2020). L'actionnariat salarié, une parade contre la crise. *Bourse & Finances*.
<https://fnh.ma/article/alaune/l-actionnariat-salarie-une-parade-contre-la-crise>
- (21). Elouadi, S. (2020). L'influence des variables incitatives sur la satisfaction des actionnaires salariés : Une modélisation par équations structurelles. *Question(s) de management*, (2), 35–49.
- (22). Elouadi, S., & El Kerbani, M. (2022). Étude empirique des effets de l'actionnariat salarial sur les comportements organisationnels : Cas du Maroc. *Revue Économie, Gestion et Société*, 1(33), 31.
- (23). Elouadi, S., & El Kerbani, M. (2022). Exploratory study of the attitudinal effects of employee shareholding in Morocco. published in IGI Global (pp. 123–145).
- (24). Elouadi, S., & Errommani, H. (2021). Analysis of the effects of employee share ownership on the creation of financial value of Moroccan companies listed on the Stock Exchange. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 5(1), 103–122.
- (25). Errommani, H., & Elbouanani, H. (2022). Analysis of the effects of employee share ownership on the creation of financial value of Moroccan companies listed on the Stock Exchange (pp. 103–122). IGI Global.
- (26). Errommani, H., & Elouadi, S. (2025). Does employee ownership enhance financial performance of Moroccan companies listed on the Casablanca Stock Exchange? In *Advances in Logistics, Operations, and Management Science Book Series* (pp. 295–318).

- (27). Freeman, R. B., Blasi, J. R., & Kruse, D. L. (2010). Shared capitalism at work: Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options [Chapitre 1–37]. National Bureau of Economic Research.
- (28). Garfatta, R. (2010). Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : Application au contexte français. *Gestion et management*, 368.
- (29). Garfatta, R., & Zorgati, I. (2021). Employee stock ownership and value creation: Evidence from system GMM estimates. *Managerial Finance*, 47(9), 1270–1285.
- (30). Guery, L. (2015, juillet). L'actionnariat salarié en période de crise : Performance économique et financière des entreprises françaises. [Recherche effectuée dans le cadre d'une convention conclue entre l'Institut de Recherches Économiques et Sociales (IRES) et la CFE-CGC].
- (31). Hollandts, X. (2007). Les effets de participation des salariés sur la performance de l'entreprise : Tests empiriques et proposition de modèle théorique [Thèse de doctorat, Université Jean Moulin Lyon 3, École doctorale Management Information Finance].
- (32). Investopedia (ESPP). Régime d'achat d'actions des employés (ESPP) : Définition et fonctionnement. <https://www.investopedia.com/terms/e/espp.asp>
- (33). Investopedia (RSU). Unité d'actions restreintes (RSU) : Comment cela fonctionne, avantages et inconvénients ? <https://www.investopedia.com/terms/r/restricted-stock-unit.asp>
- (34). Investopedia (SAB). Droits d'achat d'actions : Définition, fonctionnement. <https://www.investopedia.com/terms/s/sharepurchaseright.asp>
- (35). Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- (36). Khenissi, M., & Thraya, M. F. (2022). L'effet d'octroi conditionnel des actions gratuites sur la performance future : Le cas des sociétés cotées au SBF 120. *Finance Contrôle Stratégie*, 25(1).
- (37). Lakssoumi, F., & Moussa, A. (2021). L'impact des stock-options sur les pratiques de gestion des résultats comptables : Étude du cas des entreprises marocaines. *Alternatives Managériales Economiques*, 3(3).
- (38). Maalej, H., & Triki, M. (2008). Déterminants de la pratique de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises. *La comptabilité, le contrôle et l'audit entre changement et stabilité*, 24.
- (39). Michie, J., & Oughton, C. (2001). Employee share-ownership trusts and corporate governance. *Corporate Governance*, 1(3), 4–8.
- (40). Moustabchir, O., Khenissi, M., & Juban, J.-Y. (2024). L'influence de l'actionnariat salarié sur la performance RSE : Le cas des sociétés cotées au SBF 120.
- (41). National Center for Employee Ownership (NCEO). (n.d.). Comment fonctionne un plan d'actionnariat salarié (ESOP). <https://www.nceo.org/what-is-employee-ownership/esop-employee-stock-ownership-plan>
- (42). Ouahdi, F. B., & Boukhedimi, F. Z. (2023). The contribution of employee financial participation to the governance of the SME in Algeria. *Financial Markets, Institutions and Risks*.
- (43). Oyer, P., & Schaefer, S. (2004). Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories. National Bureau of Economic Research N°10222.
- (44). Park, R., Appelbaum, E., & Kruse, D. L. (2010). Employee involvement and group incentives in manufacturing companies: A multi-level analysis. *Human Resource Management Journal*, 20(3), 227–243.

- (45). Planchet, F., & Thérond, P. E. (2003). Évaluation de l'engagement de l'entreprise associé à un plan de stock-options. *Bulletin Français d'Actuariat, Institut des Actuaire*s, 23(6–11), 149–166.
- (46). Poulain-Rehm, T. (2007). L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur. *Bankers Markets and Investors*, 88, 25–36.
- (47). Raub, S. (2017). When employees walk the company talk: The importance of employee involvement in corporate philanthropy. *Human Resource Management*, 56(5), 837–850.
- (48). Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *Decision Making Under Uncertainty*, 63(2), 6.
- (49). Thierry, P. R. (2007). L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? *Banque & Marchés*, (88).(mai–juin 2007)
- (50). Waseem, F., Abbas, S. F., & Farooq, A. (2022). Nexus of employee stock ownership with cost of capital: Evidence from KSE 100. *IRASD Journal of Management*, 4(1), 38–50.