

# Incidences économiques de la participation financière

*Philippe Desbrières*

*Professeur  
Université de Bourgogne  
IAE de Dijon*

## RESUME

*Les systèmes de participation financière ont pour point commun de rétrocéder une partie de la performance de la firme. Ils sont généralement mis en oeuvre afin de stimuler les efforts de leurs bénéficiaires grâce aux avantages pécuniaires qui leur sont attachés, le plus souvent en franchise d'impôt.*

*On distingue généralement trois types de participation financière (PF). Premièrement, les rétributions indépendantes de la performance de la firme (salaires, retraites et assurances-vie). Deuxièmement, les formules reposant sur des mesures comptables de la performance (excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation, indice de productivité...). Il s'agit pour la France de la participation légale, des accords d'intéressement et des salaires variables. Troisièmement, les systèmes qui dépendent de la performance de la firme, mesurée à partir de cours boursiers (distribution ou vente d'actions, plan d'épargne d'entreprise, plan d'actionnariat des salariés, plan d'options sur actions, qui permettent à leurs bénéficiaires d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie).*

*De nombreuses questions se posent, à différents niveaux, au sujet de l'efficacité de la pratique de la PF. Est-elle facteur d'accroissement des motivations et des performances ? Est-elle efficace sur le plan individuel et/ou collectif ? L'objet de cet article est d'apprécier l'utilité de la PF dans les entreprises du point de vue des actionnaires. En d'autres termes, il s'agit d'étudier ses incidences sur la performance économique et financière de l'entreprise.*

*Il a été montré par ailleurs que le développement notable de la PF avait, d'un point de vue théorique, un effet remarquable<sup>1</sup>. Celui-ci a trait aux conflits d'intérêt pouvant exister entre les actionnaires et leurs mandataires dans l'entreprise (dirigeants, cadres, autres salariés...) et qui surviennent lorsque les premiers délèguent une partie de leur pouvoir de décision et de contrôle aux seconds. Les individus ayant un comportement rationnel et recherchant la satisfaction de leur intérêt personnel, il naîtra inévitablement des conflits entre les deux parties<sup>2</sup>. Dans ce contexte, en offrant une rétribution fondée sur la performance économique et financière, la PF devrait favoriser la convergence d'intérêts entre les dirigeants et autres salariés d'une part et les propriétaires de la firme d'autre part. Reste à savoir si ces mécanismes ont effectivement les effets positifs escomptés sur les performances individuelles et collectives.*

*Cet article présente, au travers des résultats empiriques disponibles, les choix effectifs des firmes ainsi que leurs incidences sur la performance des firmes. Au regard des analyses déjà conduites, il semble évident qu'il faille distinguer le niveau d'application de la PF ou, en d'autres termes, la qualité de ses bénéficiaires selon leur pouvoir de décision<sup>3</sup>. Aussi, la première partie traitera de la participation financière des dirigeants (qui définissent et prennent les décisions stratégiques), la deuxième étant consacrée aux mécanismes destinés aux autres salariés (quel que soit leur niveau hiérarchique). Les recherches sur la PF étant pratiquement inexistantes en France, les résultats empiriques présentés ici sont principalement le fait d'études anglo-saxonnes.*

## I.- PARTICIPATION FINANCIÈRE DES DIRIGEANTS.

La relation contractuelle qui lie l'actionnaire et le dirigeant d'entreprise tient à ce que, en échange des services rendus ou susceptibles de l'être, le premier offre au second un panier de rémunérations. De son côté, le dirigeant s'engage à prendre des décisions qui vont dans

le sens des intérêts du propriétaire de l'entreprise. Cette relation se caractérise par la difficulté à observer parfaitement les coûts d'établissement et d'exécution des contrats. Il paraît en effet évident que les actionnaires " sont dans l'impossibilité de prévoir toutes les situations qui peuvent survenir par suite du caractère incertain de l'environnement. Par ailleurs, les tâches managériales

sont si complexes qu'aucun contrat ne peut spécifier préalablement et précisément, l'ensemble des obligations des dirigeants et qu'aucun système de mesure de performance ne peut permettre d'évaluer sans ambiguïté les efforts fournis, en éliminant en particulier les effets qui résultent de l'environnement"<sup>4</sup>.

Dans ce contexte, on comprend aisément combien cette relation peut devenir conflictuelle. De nombreux mécanismes internes à l'entreprise limitent les coûts induits par les divergences d'intérêts entre propriétaires de l'entreprise et managers. Grâce aux droits de vote que leur confèrent leurs titres, les actionnaires peuvent changer l'équipe dirigeante et veiller au respect de leurs intérêts. Par ailleurs, le marché financier par le biais des OPA, le marché du travail ainsi que le marché des biens et services restreignent le comportement déviant des dirigeants<sup>5</sup>. Dans ce contexte, l'instauration de formules de PF a pour finalité de compléter les mécanismes régulateurs externes et internes à l'entreprise. Elles ont pour intérêt la fixation contractuelle de la contrepartie, d'une part, des efforts déployés par les dirigeants pour maximiser la richesse des actionnaires et, d'autre part, de l'investissement non diversifiable du capital humain dans l'entreprise.

Reste à savoir dans quelle mesure la PF concourt véritablement à l'amélioration de la performance économique et financière de l'entreprise, et quelles formules sont les plus efficaces. Un premier paragraphe expose les résultats des études du comportement des dirigeants après l'adoption de formules de PF. Le second présente l'appréciation qu'en font les actionnaires *via* le marché financier.

#### A. Participation financière et comportement des dirigeants.

De nombreux travaux empiriques indiquent que les systèmes basés sur des mesures comptables de la performance (bénéfice net, productivité...) sont bien adaptés pour réduire les divergences d'intérêts entre actionnaires et managers. Ainsi, Larcker (1983) met en évidence un accroissement des investissements dans 21 firmes ayant adopté des systèmes d'intéressement à des objectifs comptables à long terme. Larcker (1987) montre, pour 50 grandes banques américaines, que l'adoption de systèmes de primes sur objectifs à court terme a entraîné une réduction du niveau des dépenses discrétionnaires de leurs managers (relativement au résultat d'exploitation et à leurs rémunérations). La convergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants est assurée par le fait que les indicateurs de référence de ces systèmes sont des mesures de performance globale, dont l'évolution est particulièrement observable. A ce titre, McGuire et *alii* (1962) ainsi que Lambert et *alii* (1991) trouvent que le niveau et l'évolution de la rémunération en espèces des dirigeants sont positivement corrélés avec le chiffre d'affaires des entreprises qu'ils gèrent. Lewellen et Huntsman (1970) montrent quant à eux que le niveau des profits nets influence significativement leur salaire.

Cependant, les formules basées sur des mesures comptables de la performance sont-elles systématiquement ef-

ficientes ? De très nombreuses études empiriques attestent que les choix et les modifications de méthodes comptables qu'effectuent les dirigeants ne sont pas indépendants de la nature des indicateurs de référence<sup>6</sup>. En d'autres termes, les managers sélectionnent régulièrement les techniques qui maximisent cette partie variable de leur rémunération<sup>7</sup>. Comme plusieurs auteurs ont montré par ailleurs que les méthodes comptables utilisées par les dirigeants étaient différentes de celles retenues par les actionnaires gérant eux-mêmes leur entreprise<sup>8</sup>, on peut faire l'hypothèse que ces derniers anticipent le comportement de leurs mandataires :

- et utilisent des indicateurs de référence de manière à orienter les choix/modifications de méthodes comptables vers ceux qu'ils auraient réalisés eux-mêmes ;
- ou font la part entre l'augmentation de l'indicateur due à la manipulation comptable et celle imputable à un véritable accroissement de performance.

Les formules de participation dépendantes de la performance boursière de la firme semblent parfaitement efficaces dans le cadre de la gestion de la relation actionnaires/dirigeants. Elles favorisent en effet des décisions financières conformes aux intérêts des actionnaires. Cette hypothèse a été validée par Agrawal et Mandelker (1987) qui ont montré que, dans les firmes américaines où les décisions d'investissement et de financement ont entraîné un accroissement de la variance de la rentabilité des actifs et du niveau d'endettement, la participation en actions et en options des managers est beaucoup plus grande que dans les entreprises où ces mêmes décisions financières ont eu les effets inverses. Il est vrai que la convergence des intérêts est renforcée par le fait que, bien que marginaux eu égard à l'accroissement de la capitalisation boursière des firmes<sup>9</sup>, les revenus de leurs actions et stock-options perçus par les managers sont très élevés relativement à leur salaire<sup>10</sup>. De plus, en dehors des cas où il est utilisé à des fins de transmission d'entreprise, cet intéressement à la performance boursière de la firme ne s'effectue pas au détriment d'un transfert significatif des droits de propriété en faveur des dirigeants<sup>11</sup>. Enfin, en concentrant dans l'entreprise le risque supporté par les dirigeants qui investissent dans la firme une part de leur fortune personnelle en plus de leur capital humain, on pourrait craindre que les formules d'actionnariat aient un effet pervers : les amener à prendre des décisions d'investissement et de financement qui tendent à minimiser le risque de l'entreprise, et donc à créer de nouveaux conflits avec les actionnaires externes. Une étude empirique récente réalisée aux Etats-Unis par Lewellen et *alii* (1987) infirme toutefois cette hypothèse.

Les travaux sur les plans d'options sur actions produisent des résultats assez contradictoires. Si DeFusco et *alii* (1990, 1991) mettent en évidence un accroissement du risque de l'entreprise (volatilité des cours de bourse, variance de la rentabilité des actifs), du financement par dettes et des distributions de dividendes, d'autres études montrent que l'adoption de *stock-options* peut être suivie d'effets nuisibles à la convergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants. Par exemple, Lambert et

Larcker (1987b) trouvent une moindre variance des rentabilités boursières, Lemgruber (1986) ainsi que Lambert et alii (1989) mesurent une réduction significative des taux de distribution des bénéfices. Enfin, DeFusco et alii (1991) mettent en évidence une réduction des dépenses de recherche & développement et, surtout, une réduction de la rentabilité économique et de la performance boursière cumulée (relativement à la performance des secteurs d'activités concernés).

## B. La réaction du marché boursier à l'adoption de formules de participation financière des dirigeants.

Les études du comportement des actionnaires lors de l'annonce de l'adoption, en faveur des dirigeants, de formules d'intéressement à la performance comptable, produisent des résultats assez contradictoires. Tehranian et Waagelein (1985) ainsi que Brickley et alii (1985) ont respectivement mis en évidence des rendements boursiers positifs en excès du marché pour la mise en place de plans de bonus à court terme et à long terme reposant sur des indicateurs comptables (résultat net, bénéfice par action, rentabilité économique et financière). Cependant, Gaver et alii (1992) n'ont détecté aucune réaction anormale du marché des actions autour de l'annonce de l'adoption de ces plans sur la même période<sup>12</sup>.

En revanche, le marché boursier intègre bien le fait que l'actionnariat des dirigeants est un facteur clé d'accroissement de l'efficacité de leurs décisions et des performances économiques et financières des entreprises. En effet, lors de l'annonce de l'adoption d'un de ces systèmes, Brickley et alii (1985) et DeFusco et alii (1990) montrent que le cours de bourse des sociétés concernées enregistre des rendements positifs significativement supérieurs à ceux du marché.

Entre ces deux types de participation financière, le choix est loin d'être doctrinal comme l'atteste une récente étude empirique réalisée par Lambert et Larcker (1987a). Celle-ci montre en effet que les entreprises américaines privilégient la performance boursière plutôt que les mesures comptables de la performance, d'autant que :

- les indicateurs comptables fluctuent plus que le cours de bourse des actions de la firme ;
- l'entreprise anticipe un fort taux de croissance de ses actifs et de ses ventes ;
- le montant de la participation des dirigeants dans le capital de la société est faible.

De plus, les formules d'actionnariat n'offrent aucune protection contre le risque de marché des titres, ce qui milite en faveur d'un mixage de celles-ci avec les systèmes de participation financière basés sur des indicateurs comptables. Rappaport (1986) donne une certaine perspective à cette assertion en mettant en évidence une saisonnalité du succès des formules de PF aux Etats-Unis. Dans les périodes de marché baissier à moyen terme, la part de la rétribution des dirigeants de sociétés basée sur les actions ou *stock-options* se réduit significativement au profit de primes assises sur des mesures comptables de la performance, et inversement. On observe même, avec Brickley et alii (1985) que la réaction positive du marché financier n'est pas significativement différente lors de l'annonce de l'adoption de divers plans d'actionnariat, de

*stock-options* et de plan de bonus à long terme reposant sur des indicateurs comptables. Ce résultat signifierait que, du point de vue des actionnaires, aucun système n'est particulièrement dominant. Enfin, Brindisi (1983) met en évidence que la part des différentes composantes du panier de rémunération (salaires, titres...) des dirigeants fluctue dans le temps, principalement pour des raisons fiscales.

## II. PARTICIPATION FINANCIÈRE DES SALARIÉS.

Ce sont les dirigeants qui administrent les contrats de travail et définissent la contrepartie de l'investissement humain des salariés. On peut donc considérer que les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont confondus, les premiers déléguant aux seconds la mise en place et la gestion des mécanismes de régulation des conflits pouvant les opposer aux salariés. Ces relations conflictuelles, qui proviennent du caractère incomplet des contrats, peuvent être résolues à l'aide de systèmes de contrôle de gestion et de procédures d'audit, ainsi qu'avec toute forme de participation à la prise de décision. Certains contraignent ou incitent les salariés à adopter un comportement (actif ou passif) conforme aux intérêts des actionnaires. D'autres sanctionnent leurs comportements opportunistes.

A la base, la rémunération est généralement fixée indépendamment de la performance et se caractérise par sa relative fixité. Dans ce contexte, les ajustements futurs du niveau de rémunération jouent un rôle important. Bien entendu, les possibilités de contrôle apportées par la renégociation des salaires seront d'autant plus importantes que la valeur actuelle des rémunérations futures est élevée, et que les salariés sont à un âge éloigné de la retraite. Cependant, même s'il juge le niveau actuel de sa rémunération satisfaisant et tant que son comportement n'est pas susceptible de le remettre en cause, l'employé sera toujours tenté de limiter son ardeur au travail et réalisera toujours des prélèvements non pécuniaires afin de maximiser son utilité. De plus, si la renégociation n'aboutit pas rapidement à un accroissement des salaires jugé suffisant au regard du niveau de performance atteint, les sources de conflit réapparaîtront.

On voit donc bien l'intérêt que représente la PF. Lorsqu'ils décident sa mise en place, les dirigeants d'entreprise ont pour principal objectif de renforcer la motivation des salariés intéressés, d'assurer la convergence des intérêts individuels et d'accroître les performances individuelles et collectives.

Evidemment, les formules retenues seront pertinentes si elles sont adaptées à la relation d'agence existant entre les actionnaires et les catégories de salariés concernées, ainsi qu'au niveau hiérarchique et aux différentes fonctions et tâches des bénéficiaires<sup>13</sup>.

Les études empiriques sur les incidences de la participation des salariés peuvent se répartir en deux groupes : les enquêtes et les études statistiques et économétriques. Compte tenu de l'objectif de l'article, nous insisterons davantage sur la présentation de ces dernières.

### A. Les résultats d'enquêtes

De nombreuses enquêtes réalisées par envoi de questionnaires et par interview (auprès de salariés et de leurs employeurs) ont été réalisées, essentiellement aux Etats-Unis et dans le Royaume-Uni, ainsi que, dans une moindre mesure, au Canada, en RFA, et en France. Toutes convergent vers les mêmes conclusions qualitatives : la pratique de la participation favorise un accroissement de la motivation et de l'implication de leurs bénéficiaires, une réduction de l'absentéisme et du *turnover*, une amélioration de la qualité de la production, un accroissement de la productivité, des résultats et de la rentabilité<sup>14</sup>.

### B. Les résultats des études statistiques et économétriques.

De nombreux travaux réalisés au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en RFA ont mesuré les effets de la participation financière des salariés sur les performances des entreprises. Deux méthodologies sont généralement utilisées : comparaisons de moyennes et analyses de régression. Les principaux résultats sont présentés dans le Tableau 1.

Les comparaisons de moyennes mettent en évidence que les firmes pratiquant la PF des salariés présentent des performances économiques significativement supérieures à celles des autres entreprises. Cette supériorité apparaît surtout au niveau du taux de croissance des ventes, de la productivité par salarié, des taux de *turnover* et d'absentéisme, de la valeur ajoutée, des profits et de la rentabilité financière.

Auteurs, année, pays	Source d'information	Principales conclusions
Nejad et Richardson (1986), Royaume-Uni	41 entreprises avec et sans actionnariat de 1978 à 1984	a : les entreprises avec actionnariat connaissent globalement de meilleures performances, surtout en matière de rentabilité des capitaux investis (rentabilité économique)
Bell et Hanson (1987), Royaume-Uni	414 entreprises, dont 113 avec PF, de 1977 à 1985	a : sur neuf mesures de performances, supériorité des entreprises avec PF dans 90% des cas : surtout pour la rentabilité économique (de 12,8%) et la croissance des ventes (de 20,3%)
Blanchflower et Oswald (1987 et 1988), Royaume-Uni	634 entreprises manufacturières en 1980 et 1984	b : pas d'effets constatés sur la productivité. Ceux-ci ne seraient mesurables qu'après plusieurs années
Wadhvani et Wall (1988), Royaume-Uni	96 entreprises dont 16 avec PF de 1972 à 1982	b : identification d'un impact positif et significatif sur les ventes, d'environ 2%
Estrin et Wilson (1986 et 1989), Royaume-Uni	52 entreprises de l'industrie métallurgique de 1978 à 1982	a : rentabilité économique et productivité plus élevées, taux de <i>turnover</i> et probabilité de grève plus faibles b : impact important sur la productivité
Cable et Wilson (1989), Royaume-Uni		b : gains de productivité de 3 à 8% mais nécessité d'accompagner la PF de changements organisationnels
Cable et Fitzroy (1980), RFA	42 entreprises de 1974 à 1976	a : meilleures performances en termes de productivité par salarié (de 5%), de rentabilité économique (de 33%) b : impact positif sur la valeur ajoutée et sur la productivité, surtout lorsque la PF est accompagnée d'une participation aux décisions
Fitzroy et Kraft (1986 et 1987), RFA Cable (1988), RFA	65 entreprises métallurgiques de 1977 à 1979	a : plus grande productivité et rentabilité économique, moindre intensité capitalistique, taux de <i>turnover</i> et d'absentéisme moins élevés au sein des entreprises avec PF b : effet positif et très significatif de l'intéressement et de l'actionnariat sur la productivité et la rentabilité économique
Cable et Wilson (1988), Comparaison Royaume-Uni/RFA	Comparaison de deux échantillons d'entreprises métallurgiques (52 anglaises et 61 allemandes)	b : gains de productivité de l'ordre de 20 à 30% en RFA et de 3 à 8% au Royaume-Uni, les différences étant dues, outre la PF, à des caractéristiques organisationnelles distinctes (taille plus importante, productivité plus forte et moindre rentabilité économique en RFA, main d'oeuvre plus qualifiée et technologie plus avancée au Royaume-Uni)
Conte et Svejnar (1988), USA	40 entreprises	a : meilleures performances, surtout en matière de valeur ajoutée
Shepard (1987), USA	20 entreprises de l'industrie chimique de 1975 à 1982	b : impact important sur la productivité des montants de PF aussi bien que du ratio PF/salaire de base
Kruse (1987), USA	2976 entreprises de 1971 à 1985	a : meilleures performances : emploi, productivité, profits b : impact positif et significatif sur les ventes par salarié

a : comparaisons de moyennes. b : analyses de régression.

Source : Vaughan-Whitehead (1992).

Pour la France, une étude réalisée par la Cegos et l'Institut de l'entreprise (1988) sur un échantillon de cent entreprises montre que, sur trois années (1983 à 1985), la rentabilité des capitaux permanents (*cash-flow*/capitaux permanents) est en moyenne deux fois plus élevée dans les entreprises pratiquant l'intéressement. Ce résultat doit cependant être interprété avec prudence : il provient essentiellement du montant des capitaux permanents plus faible au sein des entreprises avec intéressement. Il reflète cependant également la relation positive entre l'intéressement et la productivité de l'entreprise. En effet, la productivité moyenne par salarié (valeur ajoutée/effectifs) est le triple de celle observée dans les entreprises sans intéressement. A cela s'ajoutent des taux d'absentéisme et de rotation du personnel inférieurs, en moyenne, de 19% et de 10% respectivement dans les sociétés pratiquant l'intéressement. Ces résultats ont été ultérieurement corroborés par Vaughan-Whitehead (1992). Ils confirment donc ceux obtenus dans les études réalisées à l'étranger.

D'une manière générale, il serait intéressant d'étudier la robustesse dans le temps de ces résultats. En effet, un inconvénient majeur des systèmes de PF liés à des mesures comptables tient au versement de primes qui sont stimulantes à court terme, mais deviennent rapidement un dû. Lorsque l'objectif qui donne droit à leur attribution n'est pas atteint, on observe souvent un effet démobilisateur important qui est le contraire de celui recherché initialement<sup>15</sup>. Bien sûr, cette démotivation est d'autant plus forte que les efforts individuels du bénéficiaire ont peu d'influence sur l'indicateur servant de base de calcul de sa rétribution.

Les analyses de régression cherchent généralement à expliquer les variations de productivité ou de toute autre mesure de performance par l'évolution d'autres variables, parmi lesquelles une ou plusieurs mesure de participation financière. A l'exception de celle réalisée par Blanchflower et Oswald (1987, 1988), les études confirment les résultats obtenus avec les comparaisons de moyennes, mettant en évidence des relations positives et significatives des systèmes de PF sur le niveau du chiffre d'affaires, de la valeur ajoutée, de la productivité et de la rentabilité économique<sup>16</sup>. De plus, il semble que l'effet micro-économique de la participation financière soit conditionnel à certaines caractéristiques industrielles. Ainsi, Cable et Wilson (1980) trouvent que les gains de productivité ne seraient pas dus uniquement à la PF, mais aussi à toute une série de changements organisationnels (choix technologiques, organisation du travail, qualification de la main d'œuvre, formation des salariés). Cable et Fitzroy (1980) mettent en évidence que la PF n'a un impact positif sur la valeur ajoutée que dans le cas où elle est accompagnée d'une participation à la prise de décision.

Pour la France, Vaughan-Whitehead (1992) a réalisé diverses études économétriques à l'aide de coupes instantanées sur des données moyennes 1983-1985. Il trouve que la partie de productivité (valeur ajoutée par salarié) restée inexpliquée par une fonction de production classique, est liée positivement au montant de l'intéressement, au pourcentage de capital détenu par les

salariés ainsi qu'au montant de la participation légale. Le niveau de rentabilité des capitaux investis ou rentabilité économique (Profits nets + intérêts rapportés aux fonds propres + dettes) est une fonction positive des montants d'intéressement et de participation légale versés aux salariés. Le pouvoir incitatif de l'intéressement est encore vérifié sur la croissance des ventes. Cette étude conduit à un résultat *a priori* surprenant : les primes individuelles ont un effet négatif significatif sur la productivité et sur la rentabilité économique. Ce résultat indique que les incitations financières collectives (surtout l'intéressement et la participation financière) contribuent le plus significativement à faire croître la performance des firmes<sup>17</sup>. L'actionnariat, qui n'a pas d'incidence significative sur la rentabilité du capital investi ni sur le chiffre d'affaires, apparaît avoir des vertus sur le plan du *turnover*. Il semble donc particulièrement adapté aux objectifs d'amélioration de la productivité et de fidélisation des salariés.

### III - CONCLUSION

Cet article présente les conséquences de la participation financière sur la performance de la firme. Afin de distinguer le niveau d'application de ces systèmes ou, en d'autres termes, la qualité de leurs bénéficiaires selon leur pouvoir de décision, la participation financière des dirigeants est distinguée de celle des autres salariés.

La participation financière constitue un mode de régulation des conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants. En dehors des plans d'options sur actions pour lesquels on dispose de résultats contradictoires, les formules d'actionnariat semblent les plus à même d'orienter les managers vers des décisions conformes aux intérêts des actionnaires. Cependant, les réactions du marché boursier à l'annonce de la mise en place de diverses formules basées sur les performances comptable et boursière ne permettent pas de définir quels sont les mécanismes les plus performants.

Si la participation financière des salariés est, de l'avis des parties prenantes un facteur : de motivation, d'implication et d'amélioration des performances économiques, les études économétriques indiquent la supériorité des formules collectives (participation légale et surtout intéressement), tout en mettant en évidence l'importance de variables contingentes (changements organisationnels, participation à la prise décision...). L'actionnariat, qui n'a pas d'effet notable sur le niveau d'activité et la rentabilité économique, jouerait davantage sur la productivité individuelle et sur la fidélité des salariés à leur employeur.

Finalement, il semble que le problème ne se pose pas dans le choix de telle ou telle formule de participation financière, mais plutôt dans une combinaison efficiente de ces différents outils pour chaque catégorie de bénéficiaires et cohérente avec les autres systèmes de motivation visant à renforcer l'adhésion du personnel aux buts de l'organisation et avec la stratégie de l'entreprise.

## NOTES DE BAS DE PAGE

1. Pour une présentation détaillée, se reporter à Desbrières (1990, 1991).
2. Le cadre conceptuel de cette approche a été défini par la théorie des mandats (ou théorie de l'agence) qui a considérablement enrichi le modèle néo-classique de la firme en mettant l'accent sur les problèmes d'incitation, de motivation et de contrôle qui proviennent de la séparation des fonctions de propriété et de décision. Dans ce schéma d'analyse, les individus maximisent leur utilité (qui n'est pas uniquement fonction de la maximisation du profit, mais aussi d'arguments non monétaires tels que les conditions de travail, les loisirs, les besoins d'affiliation, d'estime et de réalisation de soi...) et sont soumis à des contraintes imposées par la structure du système dans lequel ils opèrent. Pour une présentation exhaustive de la théorie positive de l'agence, se reporter à Charreaux (1987).
3. La relation contractuelle entre les propriétaires et leurs mandataires dans la firme est d'autant plus complexe et peut être d'autant plus conflictuelle et coûteuse [Cf. la définition des coûts de contrôle, de dédouanement et des coûts résiduels donnée par Jensen et Meckling (1976)] que le niveau de la décision est élevé.
4. Charreaux (1987).
5. Manne (1965) ainsi que Grossman et Hart (1980) ont montré comment le marché financier permet de réguler les relations entre actionnaires et dirigeants. Fama (1980) traite du rôle du marché du travail tandis que Demsetz (1983) et Hart (1983) ont retenu le marché des biens et services comme mécanisme régulateur.
6. Parmi les plus récentes, voir Healy (1985), Pike (1985), Abdel-Khalik (1985), Healy et alii (1987). Les choix et modifications comptables concernent le plus souvent le mode d'amortissement (linéaire, dégressif...) des actifs et l'évaluation des stocks (FIFO, LIFO).
7. Une autre source d'inefficience provient du fait que ces formules de PF augmentent la probabilité d'utilisation par les dirigeants de méthodes qui favorisent la réalisation de bénéfices comptables courants plutôt que futurs. Voir les travaux empiriques de Hagerman et Zmijewski (1979), Zmijewski et Hagerman (1981), Dhaliwal et alii (1982).
8. Il s'agit des études de Smith (1976), Salamon et Smith (1979), Dhaliwal et alii (1982), Amihud et alii (1983), Penno et Simon (1986) et Niehaus (1989) qui trouvent que les choix de méthodes comptables dans les firmes managériales sont différents de ceux observables dans les entreprises gérées par leurs propriétaires.
9. Jensen et Murphy (1990) ont mesuré que les différents éléments de la rémunération (salaires, bonus, actions, options) perçus par près de 1700 PDG américains ne représentent en moyenne que 0,325% de l'évolution de la richesse des actionnaires pendant la même période (0,185% pour les plus grandes firmes, 0,805% pour les plus petites).
10. A ce titre, Lewellen (1969) notait déjà, pour la période 1940-1963, que les revenus tirés des actions de leur société par les cinq principaux dirigeants des 50 plus grandes entreprises américaines, étaient en moyenne cinq fois supérieurs à leurs salaires, ces derniers étant selon Lewellen et Huntsman (1970) et Murphy (1985) directement conditionnés par la valeur de marché des actions. Benston (1985) a observé quant à lui que, entre 1970 et 1975, l'essentiel de l'évolution absolue de la fortune des PDG et des DG de 29 conglomérats américains était dû à leurs stock-options et à leur participation en capital.
11. Jensen et Murphy (1990) montrent en effet que le taux de participation des dirigeants dans les 120 plus grandes entreprises américaines est passé de 30% en 1938 à 3% en 1984. Charreaux et Pitol-Belin (1985) mettent en évidence une participation des dirigeants et des administrateurs de l'ordre de 30% dans les entreprises françaises. Concernant la dilution de propriété et de pouvoir provoquée par les plans d'options sur actions français, voir Desbrières (1991), p.38 et s.
12. L'absence de résultats de cette dernière étude peut toutefois provenir d'une observation de la réaction boursière sur une durée limitée à deux jours, ce qui est très faible pour des marchés moyennement efficients, la date d'événement étant de surcroît toujours délicate à fixer.
13. D'une manière générale, l'adoption d'un système de rétribution fonction de mesures comptables du profit voire de la performance boursière de la firme devrait être d'autant plus efficace que les salariés (notamment les cadres) sont responsables d'une activité dont la performance est difficilement mesurable et que leur comportement individuel et leurs tâches sont difficilement contrôlables. En ce qui concerne la main-d'oeuvre de production, plus celle-ci assure des tâches répétitives, plus les performances et les comportements seront facilement observables. Un système de rétribution fonction de mesures de la performance individuelle ou propre à un même centre d'activité (par exemple, réalisation d'un standard de production pour un atelier) semble particulièrement adapté.
14. Pour une présentation de ces travaux, voir Vaughan-Whitehead (1992).
15. Ce phénomène a été précisément constaté au niveau des formules collectives d'intéressement (se reporter notamment au bilan annuel de la négociation collective pour 1987 publié par le Ministère des affaires sociales et de l'emploi). Bell et Hanson (1987) ont aussi noté la crainte des salariés de voir leur revenu baisser en cas de chute des profits de l'entreprise.
16. Les gains de productivité inhérents à la pratique de la PF ont été observés dans les coopératives de production. Plusieurs auteurs ont en effet montré un lien direct, positif et significatif entre les formules de partage des profits et la productivité. Voir Vaughan-Whitehead (1992).



17. Ce résultat est cependant à nuancer car le niveau de salaires apparaît comme une des variables les plus significatives. L'effet positif des primes individuelles peut donc être capturé par les augmentations de salaires consenties après un accroissement de la productivité. Idem avec le calcul de l'intéressement qui dépend directement des performances réelles de l'entreprise (taux de productivité, profits, ventes, absentéisme...).

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ABDEL-KHALIK, A. (1985)** - The Effect of LIFO-Switching and Firm Ownership on Executives Pay, *Journal of Accounting Research*, 427-447.
- AGRAWAL, A., MANDELKER, G. (1987)** - Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, *Journal of Finance*, XLII, p.823-837.
- AMIHUD, Y., KAMIN, J., RONEN, J. (1983)** - Managerialism, Ownerism, and Risk, *Journal of Banking and Finance*, 189-196.
- BELL, D., HANSON, C. (1987)** - Profit-sharing and Profitability : How Profit-sharing Promotes Business Success, London.
- BENSTON, G. (1985)** - The Self-Serving Hypothesis : Some Evidence, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 67-84.
- BLANCHFLOWER, D., OSWALD, A. (1986)** - Profit-sharing : Does it Work ?, London, NBS.
- BRICKLEY, J., BHAGAT, S., LEASE, R. (1985)** - The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 115-129.
- BRINDISI, L. (1983)** - Creating Shareholder Value : a New Mission for Executive Compensation, in : *Corporate Restructuring and Executive Compensation* STERN, J., BENETT, S., CHEW, D., Ballinger, 323-338.
- CABLE, J. (1988)** - Is Profit-sharing Participation ? Evidence on Alternative Firm Types from West-Germany, *International Journal of Industrial Organisation*, 6, 121-137.
- CABLE, J., FITZROY, F. (1980)** - Productive Efficiency, Incentives and Employee Participation : Some Preliminary Results for West-Germany, *Kyklos*, 33.
- CABLE, J., WILSON, N. (1988)** - Profit-sharing and Productivity : an International Comparison, *Warwick Economic Research Papers*, n°301, University of Warwick.
- CABLE, J., WILSON, N. (1989)** - Profit-sharing and Productivity : an Analysis of UK Engineering firms, *Economic Journal*, 99, 366- 375.
- CEGOS et INSTITUT DE L'ENTREPRISE (1988)** - *Les pratiques de la participation financière des salariés.*
- CHARREAUX, G. (1987)** - La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature, in : *De nouvelles théories pour l'entreprise*, Paris, Economica, 21-55.
- CHARREAUX, G., PITOL-BELIN, J.-P. (1985)** - La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration, *Economies et sociétés, série Sciences de gestion*, 6, 149-181.
- CONTE, M., SVEJNAR, J. (1988)** - Productivity Effects of Worker Participation in Management, Profit-sharing, Worker Ownership of Assets and Unionization in US firms, *International Journal of Industrial Organisation*, 6, 139-161.
- DEFUSCO, R., JOHNSON, R., ZORN, T. (1990)** - The Effects of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, *Journal of Finance*, 44, 617-627.
- DEFUSCO, R., JOHNSON, R., ZORN, T. (1991)** - The Association Between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making, *Financial Management*, 36-43.
- DEMSETZ, H. (1983)** - The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 375-390.
- DESBRIERES, P. (1990)** - Participation financière des salariés et organisation interne de l'entreprise, *Revue d'économie industrielle*, 54, 44-67.
- DESBRIERES, P. (1991)** - Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés, Paris, Economica.
- DHALIWAL, D., SALAMON, G., SMITH, E. (1982)** - The Effect of Owner Versus Management Control on the Choice of Accounting Methods, *Journal of Accounting and Economics*, 4, 41-53.
- ESTRIN, S., WILSON, N. (1989)** - Profit-sharing, the Marginal Cost of Labour and Employment Variability, *Working Paper*, London School of Economics.
- FAMA, E. (1980)** - Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 82, 288-307.
- FITZROY, F., KRAFT, K. (1986)** - Profitability and Profit-sharing, *Journal of Industrial Economics*, 35, 113-130.
- FITZROY, F., KRAFT, K. (1987)** - Cooperation, Profitability and Profit-sharing, *Quarterly Journal of Economics*, 102.
- GAVER, J., GAVER, K., BATTISTEL, G., (1992)** - The Stock Market Reaction to Performance Plan Adoptions, "Accounting Review", 1967, 172-182
- GROSSMAN, S., HART, O. (1980)** - Disclosure Laws and Takeover Bids, *Journal of Finance*, 35, 323-334.

HAGERMAN, R., ZMIJEWSKI, M. (1979) - Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 141-161.

HART, O. (1983) - The Market Mechanism as an Incentive Scheme, *Bell Journal of Economics*, 14, 366-382.

HEALY, P. (1985) - The Effects of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.

HEALY, P., KANG, S., PALEPU, K. (1987) - The Effect of Accounting Procedure Changes on the Executives' Remuneration, *Journal of Accounting and Economics*, 9, 7-34.

JENSEN, M., MECKLING, W. (1976) - Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

JENSEN, M., MURPHY, K. (1990) - Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.

KRUSE, D. (1987) - Profit-sharing and Employment Stability : Microeconomic Evidence, *Working Paper*, Harvard University, Department of Economics.

LAMBERT, A., LANEN, W., LARCKER, D. (1989) - Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 409-425.

LAMBERT, A., LARCKER, D. (1987a) - An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts, *Journal of Accounting Research*, 25, 85-125.

LAMBERT, A., LARCKER, D. (1987b) - Executive Compensation Effects of Large Corporate Acquisition, *Journal of Accounting and Public Policy*, 6, 231-243.

LAMBERT, A., LARCKER, D., WEIGELT, K. (1991) - How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size ?, *Strategic Management Journal*, 12, 395-402.

LARCKER, D. (1983) - The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Investment, *Journal of Accounting and Economics*, 5, 3-30.

LARCKER, D. (1987) - Short-Term Compensation Contracts and Executive Expenditure Decisions : the Case of Commercial Banks, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, 33-50.

LEMGRUBER, E. (1986) - Stock Option Plans and Corporate Behavior, *Ph. D. Dissertation*, Los Angeles : Université of California.

LEWELLEN, W. (1969) - Management and Ownership in the Large Firms, *Journal of Finance*, 24, 299-329.

LEWELLEN, W., HUNTSMAN, B. (1970) - Managerial Pay and Corporate Performance, *American Economic Review*, 60, 710-720.

LEWELLEN, W., LODERER, C., MARTIN, K. (1987) - Executive Compensation and Executive

Incentive Problems : an Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, 9, 287-310.

MCGUIRE, J., CHIU, J., ELBING, A. (1962) - Executive Incomes, Sales and Profits, *American Economic Review*, 52, 753-761.

MANNE, H. (1965) - Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 74, 110-120.

MINISTERE DES AFFAIRES SOCIALES ET DE L'EMPLOI (1987) - *Bilan annuel de la négociation collective*.

NEJAD, A., RICHARDSON, R. (1986) - Employee Share Ownership Schemes in the UK : an Evaluation, *British Journal of Industrial Relations*, 24, 233-250.

NIEHAUS, G. (1989) - Ownership Structure and Inventory Method Choice, *The Accounting Review*, LXIV, 269-284.

PENNO, M., SIMON, D. (1986) - Accounting Choices : Public Versus Private Firms, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 13, 561-569.

PIKE, R. (1985) - Owner-Manager Conflict and the Role of the Payback Method, *Accounting and Business Research*, 16, 47-51.

RAPPAPORT, A. (1986) - *Creating Shareholder Value*, New York, The Free Press.

SALAMON, G., SMITH, E. (1979) - Corporate Control and Managerial Misrepresentation of Firm Performance, *Bell Journal of Economics*, 319-328.

SMITH, E. (1976) - The Effect of the Separation of Ownership and control on Accounting Policy Decisions, *The Accounting Review*, 707-723.

SHEPARD, E. (1987) - *The Effect of Profit-sharing on Productivity*, Thèse de Doctorat, Boston College, Department of Economics.

TEHRANIAN, H., WAEGELIN, J. (1985) - Market Reaction to Short-Term Executive Compensation Plan Adoption, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 131-144.

VAUGHAN-WHITEHEAD, D. (1992) - *Intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise*, Paris, Economica.

WADHWANI, S., WALL, M. (1990) - The Effects of Profit-Sharing on Employment, Wages, Stock Returns and Productivity : Evidence from UK Micro-data, *Economic Journal*, 100, 1-17.

ZMIJEWSKI, M., HAGERMAN, R. (1981) - An Income Strategy Approach to the Positive Theory of Accounting Standard Setting/Choice, *Journal of Accounting and Economics*, 3, 129-149.