



## **DOCUMENT DE RECHERCHE**

**EPEE**

**CENTRE D'ETUDE DES POLITIQUES ECONOMIQUES DE L'UNIVERSITE D'EVRY**

---

**L'épargne salariale : entre transfert des risques et stabilisation du capital. Examen à partir du cas d'un groupe français de matériaux de construction**

***Noélie DELAHAIE & Marc-Arthur DIAYE***

**07 - 04**

# L'épargne salariale : entre transfert des risques et stabilisation du capital.

## Examen à partir du cas d'un groupe français de matériaux de construction \*

Noélie Delahaie<sup>†</sup>      Marc-Arthur Diaye<sup>‡</sup>

18 avril 2007

*Pourquoi les entreprises développent-elles l'épargne salariale ? Un des arguments le plus couramment évoqué est la protection des firmes face à la montée en puissance des investisseurs institutionnels internationaux dans le capital des firmes. Une autre justification, nous semble-t-il, trouve son origine dans la volonté de reporter une partie des risques de l'entreprise vers le salarié, via un mode de rémunération approprié. Partant d'une analyse des déterminants et des enjeux de la diffusion des mécanismes de partage du profit et du plan d'épargne groupe au sein de Saint-Gobain, nous développons un modèle de principal-agent afin de saisir les modalités optimales de construction d'un tel contrat. En effet, dans quelles conditions l'épargne collective permet-elle à la firme de concilier les objectifs de stabilisation d'une partie de l'actionnariat et de report partiel des risques sur les salariés ? Afin d'apporter quelques éléments de réponse, l'analyse se focalise d'abord sur les enjeux de la mise en oeuvre d'un des mécanismes constitutifs de l'épargne salariale : le partage du profit. Pour étayer notre hypothèse de recherche, la modélisation repose sur la comparaison de deux contrats incitatifs ; l'un, servant de benchmark, reliant le salaire à la valeur du résultat, l'autre fondé sur le partage des bénéfices. Si notre modèle met en lumière la préférence du principal pour le partage du profit, la perte d'utilité espérée subie par l'agent conduit ce dernier à refuser systématiquement un tel contrat. Par ailleurs, dans une situation de non vérifiabilité et d'inobservabilité du choc par l'agent, rien ne le garantit contre une utilisation stratégique, de la part du principal, de l'asymétrie d'information. Dans ce contexte, le plan d'épargne entreprise, permettant par ailleurs la stabilisation du capital de la firme, constitue une solution aux problèmes de non convergence des intérêts et de confiance. Nous montrons en effet que l'excédent de profit généré par le partage du profit, relativement à un contrat classique, permet de financer la mise en oeuvre d'un plan d'épargne collective. Parallèlement, la promotion de l'actionnariat salarié autorise le soutien de l'agent envers le principal, face à la pression des acteurs financiers, et donc la mise en oeuvre du partage du profit.*

*Mots-clés : modèle principal-agent, politiques de rémunération, épargne salariale, partage des risques.*

*Codes JEL : J33, M52*

---

\*Nous remercions les participants du séminaire interne de l'unité de recherche « Travaillleurs et Organisations » du Centre d'Etudes de l'Emploi (CEE), en particulier Michal W. Urdanivia. Cet article a bénéficié des discussions avec les participants au séminaire de l'EPEE (Université d'Evry) ainsi que des précieuses remarques d'Abdelmalik Koubi. Nos remerciements s'adressent également à Jean-Louis Beffa qui nous a permis l'analyse du cas Saint-Gobain, et dont les erreurs éventuelles restent sous la responsabilité des auteurs.

<sup>†</sup>CEE et Université de Marne la Vallée (Ecole doctorale ETE) : noeliedelahaie@voila.fr.  
Adresse : CEE, Le Descarte 1, 29 promenade Michel Simon, 93166 Noisy-le-Grand cedex.  
Téléphone : 01.45.92.68.92. Fax : 01.45.92.69.07.

<sup>‡</sup>CEE et Université d'Evry (EPEE) : marc-arthur.diaye@mail.enpc.fr

**Profit Sharing and Employee Ownership in France : between Risk Sharing and  
Capital Stabilization.  
Evidence from a French Construction Material Firm**

*Why do French companies develop a particular wage saving system based on both profit sharing and employee ownership? The usual response considers that it permits to protect firms against the rise of international institutional investors. A supplementary reason is based on risk sharing between shareholders and employees. Our research assumptions are supported by a practical analysis of both Saint-Gobain Group profit sharing and Group Saving Plan. In this case, risk sharing and capital stabilization seem to be two compatible objectives. In this paper, we develop a principal-agent model to determine the optimal characteristics of such a contract. We firstly focus on the stake of profit sharing implementation and so we compare two incentive contracts. The first one, used as a benchmark, is based on a wage connected to the output. The second one is based on profit sharing. Although our model highlights the principal preference for profit sharing, the expected utility loss undergone by the agent leads him to refuse systematically this type of contract. Furthermore, in a situation of nonverifiability and unobservability of the shock by the agent, nothing protects him against the strategic use of information asymmetry. In this context, the collective saving plan, which allows capital stabilization, stands as a solution for the problems of interest divergence and confidence. We secondly show that when the expected surplus is larger enough than the one obtained with the traditional contract, the principal can finance the implementation of the collective saving plan. Moreover, this plan compensates for the expected loss undergone by the agent in exchange of his risk sharing acceptance. At the same time, the employee ownership promotion allows the principal struggle against the financial actor pressure.*

*Keywords : principal-agent model, wage policy, profit sharing, employee ownership, risk sharing.*

# 1 Introduction

Le concept d'épargne salariale<sup>1</sup>, qui s'est progressivement substitué à celui de participation financière, fait l'objet de nombreux travaux et débats qui se renouvellent depuis le début des années 1980. Si certains le conçoivent comme un simple complément de rémunération visant à récompenser l'effort du salarié, d'autres l'envisagent comme un « pseudo troisième pilier » du système de retraite<sup>2</sup>, alors que d'autres encore y voient le signe d'une financiarisation du mode de rémunération, et au-delà la pierre de touche d'un régime d'accumulation financiarisé. S'inscrivant dans cette dernière perspective, cet article s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle le développement de l'épargne salariale est une conséquence logique de la financiarisation de l'économie, marquée par la montée en puissance des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers et dans le capital social des firmes. Dans ce contexte, comme le suggèrent Aglietta et Rebérioux (2004), les actionnaires « parviennent à profiter de la pression des marchés financiers sur les entreprises pour rejeter le risque sur les salariés par l'ajustement des salaires et de l'emploi » (p.348). Aussi, les dirigeants d'entreprise ne se trouvent-ils pas au coeur de la contradiction entre protéger les intérêts des travailleurs, à la recherche d'une certaine sécurité d'emploi et de rémunération et, satisfaire ceux des apporteurs de capitaux, soucieux de la rentabilité de leurs investissements ? Comment peuvent-ils prendre en compte les objectifs des différentes parties prenantes à l'organisation ? Autrement dit, selon quelles modalités assurent-ils le maintien et la stabilité de leur fonction ? La mise en place des mécanismes constitutifs d'une épargne salariale ne permet-elle pas de résoudre la contradiction à laquelle font face les dirigeants des grandes entreprises ? En effet, dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques, le partage du profit<sup>3</sup> ne serait-il pas un instrument de transfert d'une partie des risques de l'actionnaire vers les travailleurs ?

---

<sup>1</sup>Trois mécanismes permettent la constitution d'une épargne salariale : l'intéressement, la participation aux bénéfices de l'entreprise et le plan d'épargne entreprise. L'intéressement est un dispositif facultatif, instauré par un accord collectif, qui permet d'associer financièrement les salariés aux performances de l'entreprise. Son montant, ayant un caractère aléatoire et variable, résulte d'une formule de calcul liée aux résultats ou aux performances de l'entreprise. Obligatoire dans les entreprises de plus de 50 salariés, la participation vise à redistribuer aux salariés une partie des bénéfices. Le plan d'épargne entreprise est un dispositif permettant au salarié, qui le souhaite, de se constituer avec l'aide de son entreprise un portefeuille de valeurs mobilières de placement. La participation du salarié au plan d'épargne collective est facultative et peut être encouragée par l'entreprise sous la forme d'abondement.

<sup>2</sup>Pour reprendre l'expression de Chaput *et alii* (2006).

<sup>3</sup>Le partage du profit a pour traduction opérationnelle l'intéressement et la participation aux bénéfices de l'entreprise.

En complément, la possibilité pour les salariés d'acquiescer, à des conditions *a priori* avantageuses, des parts de leur entreprise ne conduit-elle pas ces derniers à accepter le fait qu'ils soient davantage exposés aux risques ? Autrement dit, l'instauration d'un plan d'épargne entreprise (PEE), constituant une voie vers l'actionnariat salarié, n'est-elle pas le moteur d'un nouveau pacte entre dirigeant et travailleurs susceptible de limiter la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans la gestion de la firme ? Afin d'apporter quelques éléments de réponse à ces interrogations, l'article propose de réfléchir sur les modalités de construction d'un contrat optimal fondé sur l'épargne salariale.

Sur le plan théorique, l'épargne collective est envisagée à la fois comme un dispositif de rémunération incitatif et comme un élément central de la gouvernance d'entreprise. Tout d'abord, la vogue de l'épargne salariale bénéficie du succès des idées de Weitzman (1984) sur le partage du profit. Préconisant le passage d'une économie salariale à une économie du partage, ce dernier avance les vertus de ce système en termes de lutte contre le chômage. Si les enseignements de Weitzman s'avèrent surtout valables au niveau macroéconomique, ils conduisent toutefois à une tentative de spécification d'un principe microéconomique de rémunération. Dans ce contexte, toute forme de salaire liée aux bénéfices de l'entreprise stimulerait l'effort au travail et aurait des effets positifs sur le niveau de l'emploi. Cette thèse a donné suite à une explosion de travaux empiriques, examinant les liens statistiques et économétriques entre le partage du profit et les caractéristiques de la firme après l'introduction du dispositif. Globalement, s'ils développent l'idée selon laquelle le partage du profit influence les performances financières et économiques de l'entreprise de manière non négative, les résultats obtenus apparaissent parfois ambigus. En effet, comme le montrent de nombreux auteurs (Cahuc et Dormont, 1997 ; Kruse, 1992 ; Desbrières, 2002 ; Kalmi, Pendleton et Poutsma, 2004), il est parfois difficile de déterminer si l'amélioration de la rentabilité constatée est une cause ou une conséquence de l'introduction du partage du profit. Kalmi *et alii* (*op.cit.*) remarquent d'ailleurs que ce problème de causalité circulaire apparaît lorsque la décision d'introduire ce système de rémunération s'avère endogène à la performance. Sans nous attarder sur les différentes discussions sur ce point, notons que si de nombreux travaux (Cable et Fitzroy, 1980 ; Fitzroy et Kraft, 1986, 1987 ; Cupaiuolo et Del Boca, 1998) insistent sur une amélioration des indicateurs économiques comme conséquence du partage du profit, d'autres, au contraire, avancent que ce dispositif est adopté avant tout par les entreprises ayant les meilleures performances (Prendergast, 1999 ; Fakhfakh et Perotin, 2000).

Attribuant le problème de causalité circulaire à une comparaison biaisée des firmes partageant leur profit à celles ne le redistribuant pas, Kraft et Ugarković (2006) déterminent empiriquement un impact positif sur la rentabilité de l'entreprise en étudiant les caractéristiques de la firme avant et après l'introduction du dispositif. Concernant une hypothétique amélioration de la productivité du travail, il est généralement admis que ce système s'avère une solution au problème de l'agence, notamment lorsque les coûts de contrôle sont élevés et les actions des agents inobservables (McNabb et Withfield, 1998). Rejetant l'argument du *free rider*, développé par la *Property Rights School*<sup>4</sup>, de nombreux travaux suggèrent ainsi que la mise en place d'un mode de rémunération, indexé au profit de l'entreprise, contribue à une amélioration de la productivité du travail. Ce résultat s'avère ainsi partagé par Fitzroy et Kraft (1987), Kruse et Weitzman (1990), Pendleton (1997) ou encore Cahuc et Dormont (1992) qui analysent le partage du profit comme une incitation à l'effort pouvant conduire à des gains de productivité. Réfutant en partie la thèse de Weitzman, Cahuc et Dormont (1997) montrent néanmoins que l'amélioration des performances productives n'a aucun effet sur l'emploi. Plus récemment, Robinson et Wilson (2006) proposent un renouvellement de l'étude de l'impact de la participation financière sur la productivité en se fondant sur l'argument selon lequel celle-ci doit être articulée à l'examen des caractéristiques organisationnelles et structurelles de la firme. Leur principal résultat invite à ne pas confondre les effets du partage du profit avec les raisons de sa mise en place dans la mesure où ce dispositif est avant tout introduit pour faciliter le changement technologique impliquant des modes d'incitation collective. De ce fait, l'accroissement de la productivité est davantage lié à la nouvelle technologie qu'au partage du profit.

Ainsi les travaux économiques testent essentiellement les vertus du partage du profit en termes de performances productives, financières et économiques. Ceux-ci reposent implicitement sur le postulat selon lequel l'entreprise cherche à améliorer la rentabilité et la productivité. Au-delà de cette optique, d'autres recherches s'intéressent au rôle joué par l'épargne salariale, en tant que support d'actionnariat salarié, dans les relations entre marchés financiers, entreprise et salariés.

---

<sup>4</sup>En effet, Jensen et Meckling (1979) démontrent l'inefficacité des formules de partage du profit dans la mesure où le salarié, considéré individuellement, n'aurait qu'un impact négligeable sur les profits ; celui-ci étant d'autant plus faible que l'entreprise est grande. Avec une telle formule et en présence de  $n$  travailleurs, le salarié ne toucherait que  $1/n$  du produit marginal. Etant donné que les pertes de productivité sont partagées par tous les travailleurs, il serait incité à diminuer son effort afin de profiter des avantages monétaires sans pour autant subir une forte baisse de la part de son salaire.

Aussi depuis quelques années, dans un contexte marqué par la montée en puissance des acteurs financiers internationaux dans le capital des firmes, de nouvelles perspectives sont-elles envisagées pour l'épargne salariale, en particulier celle de la protection des firmes. Selon le rapport de Cornut-Gentille et Godfrain (2005), la présence de salariés dans le capital, au détriment d'investisseurs plus volatils, serait souhaitable pour l'entreprise, notamment en cas d'offres publiques d'achat hostiles. Suivant cette idée, l'épargne salariale, constituant une voie vers l'actionnariat salarié, serait un outil efficace pour répondre aux préoccupations des dirigeants d'entreprise. Outre les mécanismes de partage du profit, le développement des systèmes d'épargne collective « vise à favoriser un rapprochement des objectifs respectifs des marchés financiers, des dirigeants d'entreprise et des salariés » (Beffa, Boyer, Touffut, 1999, p.24). Telle est également la thèse de Chesnais et Sauviat (2000) selon laquelle le développement de l'épargne salariale est associé à la financiarisation des contraintes économiques. Ainsi cet article s'inscrit dans la perspective de nombreux économistes en France, notamment Artus et Debonneuil (1999), Beffa *et alii* (*op.cit.*), Lordon (2000, 2003) ou encore Chesnais et Sauviat (*op.cit.*), qui suggèrent que les firmes, dans un régime d'accumulation financiarisé, cherchent aussi à limiter leur exposition aux risques, *via* une politique de rémunération appropriée. S'il est clair que celles-ci conservent leur autonomie dans la définition de la stratégie et la gestion des salaires, le mode de rémunération est néanmoins davantage soumis à la norme financière, imposée par les acteurs du marché financier. Dans ce contexte, l'objet de cet article consiste à avancer que la mise en place du partage du profit résulte moins d'une recherche d'incitation à l'effort que du désir, pour l'entreprise, de transférer une partie des risques vers les salariés, *via* le mode de rémunération. En effet, pourquoi une entreprise préfère-t-elle partager son profit de manière collective plutôt que de distribuer un bonus visant à récompenser l'effort du salarié ? Les entreprises partageant leur profit et offrant parallèlement un service d'épargne collective poursuivent-elles réellement les objectifs d'incitation à l'effort explicités par la littérature empirique ? A travers l'épargne salariale, l'entreprise ne cherche-t-elle pas à la fois à stabiliser son capital et à reporter une partie des risques vers le salarié ? Si l'adoption du partage du profit est largement encouragée par l'Etat, *via* une législation avantageuse en matière fiscale et sociale, une autre justification, sans doute plus commune, ne tient-elle pas en effet à la volonté de lier maintien de la rentabilité et souplesse des rémunérations ?

Compte tenu de ces éléments, parallèlement à l'idée selon laquelle l'épargne salariale est un élément central de la gouvernance d'entreprise, nous considérons donc ce dispositif comme un mode particulier de rémunération ; le but étant de comprendre l'articulation du partage du profit au plan d'épargne collective.

Notre propos s'avère de souligner que pour maintenir sa place, le dirigeant à intérêt à développer les mécanismes permettant la constitution d'une épargne salariale. Dans ce cadre, ce dernier met en place le partage du profit afin d'augmenter le revenu des actionnaires, *via* le report d'une partie des risques vers les travailleurs. En parallèle, la volonté de limiter une influence trop forte des investisseurs institutionnels sur la gestion de l'entreprise conduit le dirigeant à faire en sorte que les salariés apportent leur soutien à l'entreprise. Cette solution est telle que ces derniers participent à la constitution d'un noyau stable d'actionnariat, *via* le plan d'épargne entreprise (PEE). Ainsi, comment une entreprise parvient-elle à la fois à stabiliser son capital et à reporter une partie des risques vers le salarié ? Le partage du profit ne permet-il pas en effet de répondre au besoin de transfert de risques tandis que le PEE assure une relative stabilisation du capital social ? Comment les entreprises construisent-elles une politique de rémunération basée sur l'épargne salariale ? Dans quelles conditions un contrat fondé sur le partage des bénéfices permet-il un partage des risques ? Ce partage s'avère-t-il optimal au sens de Pareto ?

Afin d'apporter quelques éléments de réponse, cet article développe un modèle de principal-agent afin de saisir les modalités selon lesquelles, dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques, une politique de rémunération fondée sur l'épargne salariale permet simultanément le partage des risques et la protection du capital. Cette hypothèse trouve son origine dans la compréhension des éléments ayant favorisé la diffusion de l'épargne salariale au sein d'un grand groupe de matériaux de construction en France. Dans le cas particulier de l'entreprise transnationale Saint-Gobain, il semble en effet que la direction compte sur l'épargne collective des salariés tant pour réformer sa politique de rémunération que pour attirer des catégories d'investisseurs plus stables. Conformément aux tendances nationales, les mécanismes constitutifs d'une épargne salariale sont, semble-t-il, les moteurs de mutation du lien salarial. Selon une première étude, si une telle politique est vertueuse pour les salariés, qui bénéficient d'un surcroît de rémunération lorsque les résultats de l'entreprise le permettent, ces derniers s'exposent néanmoins aux risques encourus par le groupe sur les marchés financiers (Ragot, Touffut, 1998). Aussi, depuis la mise en place du premier Plan d'Epargne Groupe (PEG) en 1988, la forte progression de l'actionnariat salarié au sein de Saint-Gobain, dans un contexte de montée en puissance des investisseurs institutionnels (notamment étrangers) dans le capital de la firme, témoigne-t-elle du large succès de l'épargne salariale auprès des salariés. Dans ce cadre, il se pose la question de savoir selon quelles conditions le salarié est disposé à courir les risques d'une variabilité accrue de sa rémunération ; variabilité corrélée à la valorisation boursière sur les marchés financiers.

Autrement dit, comment les entreprises, notamment Saint-Gobain, définissent-elles les règles salariales d'un contrat fondé sur l'épargne collective? Ces constats nous invitent ainsi à modéliser les caractéristiques optimales d'un contrat fondé sur les mécanismes permettant la constitution d'une épargne salariale (i.e. partage du profit et PEE). Avant d'aborder la question de la mise en place du PEE, nous étudions l'impact du partage du profit sur les caractéristiques du contrat, notamment en termes de partage de risques; l'intuition étant que celui-ci ne devient acceptable que lorsque l'entrepreneur offre un service d'épargne en entreprise. Dans ce cadre, nous postulons que la volonté du principal de reporter les risques, liés à la survenance d'un choc négatif, constitue un déterminant majeur de l'adoption du partage du profit tandis que la promotion de l'actionnariat salarié assure la constitution d'un noyau stable d'actionnaires-salariés. La modélisation repose ainsi sur la comparaison de deux types de contrat incitatif; l'un, classique et servant de *benchmark*, reliant le salaire à la valeur du résultat, l'autre fondé sur le partage des bénéfices.

Tout d'abord, afin d'illustrer notre modèle, la section 2 propose de saisir les déterminants et les enjeux de la diffusion de l'épargne salariale au sein de Saint-Gobain. Dans la section 3, avant d'exposer les fonctions d'utilité et de profit, nous décrivons les deux schémas de rémunération analysés; ceux-ci étant fonction de l'aléa et de la production. Ensuite, les modalités de déroulement des contrats ainsi que les programmes d'optimisation permettant d'obtenir les caractéristiques optimales sont présentés dans la section 4. Dans une cinquième section, les solutions des programmes du principal sont enfin discutées. Nous vérifions bien qu'un contrat fondé sur le partage du profit autorise un transfert partiel des risques de l'entreprise vers les salariés. Cependant, si ce dispositif est préférable pour le principal, la perte d'espérance d'utilité subie par l'agent conduit ce dernier à refuser un tel contrat. En outre, en présence d'asymétrie d'information sur la valeur du choc, la mise en oeuvre du partage du profit se heurte à un problème de confiance de l'agent envers les annonces du principal. Ainsi, ces premiers résultats nous invitent à explorer, dans la section 6, l'articulation des mécanismes de partage du profit au plan d'épargne entreprise. Dans ce cadre, nous montrons que l'excédent de profit généré par le partage du profit, relativement à un contrat classique, permet de financer la promotion de l'une des voies vers l'actionnariat salarié, à savoir le plan d'épargne entreprise. Selon ces modalités, une politique de salaire fondée sur le partage du profit ne devient acceptable que si celle-ci est associée à un plan d'épargne entreprise. Cette section analysera enfin les prédictions testables du modèle.

## 2 Analyse pratique de la diffusion de l'épargne salariale au sein de Saint-Gobain en France

En France, l'essor de l'épargne salariale coïncide avec la cassure, au début des années 1980, de la logique « fordienne » des relations salariales, caractérisée par un mécanisme vertueux, huilé par l'Etat. Durant les Trente Glorieuses, les gouvernements mènent en effet une « politique de revenus explicite » et insistent sur l'intervention étatique dans la formation des salaires (Boyer, 1994). Depuis 1982, année de la désindexation des salaires par rapport aux prix conduite par le gouvernement dans le cadre d'une politique de rigueur salariale, les composantes de la relation salariale sont transformées. Outre la diminution de la part des salaires dans la valeur ajoutée (Prigent, 1999 ; Timbeau, 2002), la décentralisation progressive des négociations collectives permise par les lois Auroux, l'individualisation des pratiques de rémunération, la financiarisation des contraintes économiques a bouleversé le mécanisme de formation des salaires. Même si les entreprises conservent une certaine autonomie dans l'élaboration de leurs stratégies et la détermination des rémunérations, les tendances des deux dernières décennies témoignent d'un affaiblissement de la forme fordiste au profit d'une relation salariale en partie soumise aux variables financières.

En somme, l'épargne salariale constitue, avec l'individualisation des rémunérations, l'un des moteurs de la transformation des politiques salariales. Si les dispositifs constitutifs d'une épargne salariale restent encore l'apanage des grandes entreprises du secteur industriel, ils connaissent cependant un certain succès dans les petites entités, notamment grâce à la réduction des coûts qu'ils permettent<sup>5</sup>. En 2004, 92 % des salariés des entreprises de plus de 50 personnes ont accès à au moins un dispositif constitutif de l'épargne salariale tandis que seuls 8% des employés des petites entreprises sont concernés (DARES, Enquête PIPA, 2006). L'obligation légale de mise en place de la participation dans les entités de plus de 50 salariés s'avère un des facteurs explicatifs de l'écart de diffusion de l'épargne collective en entreprise. Par ailleurs, l'instauration d'un plan d'épargne entreprise (PEE) s'avère souvent associée à l'existence d'un accord de partage du profit. Si le PEE est très peu présent dans les petites entreprises, qui signent par ailleurs moins d'accords de partage du profit, 68 % des grandes entreprises en offrent en effet un et 63% d'entre elles disposent d'un accord d'intéressement. Si l'accès à l'un ou l'autre des dispositifs ne s'avère pas généralisé, même dans les grandes entreprises, ces constats nous conduisent cependant aux interrogations suivantes : Pourquoi les entreprises adoptent-elles l'épargne salariale ?

---

<sup>5</sup>En effet, d'après les résultats de l'enquête PIPA, les petites entreprises mettent en place des PEI (Plan d'Epargne Interentreprises) qui reposent sur une gestion mutualisée entre plusieurs entreprises. Ceci conduit à un partage des coûts de mise en oeuvre entre plusieurs entreprises.

Pourquoi les entreprises partageant leur profit, *via* l'intéressement et la participation, offrent par ailleurs un service d'épargne collective à leurs salariés ?

Afin d'apporter quelques éléments de réponse, nous proposons dans cette section de nous pencher sur le cas particulier de Saint-Gobain. Le groupe a largement diffusé les accords d'intéressement et le Plan d'Epargne Groupe (PEG) au sein de ses établissements en France au cours des vingt dernières années<sup>6</sup>. Dans ce cadre, conformément aux tendances nationales, le passage du statut d'entreprise publique à celui de groupe privé, l'introduction successive des mécanismes de participation aux bénéfices, d'intéressement aux résultats et du PEG, la montée en puissance des marchés financiers, la décentralisation des négociations collectives au niveau de l'entreprise et, l'accentuation de la concurrence ont fragilisé le mécanisme fordiste de formation des salaires. Si l'examen du cas Saint-Gobain ne nous permet pas de répondre directement aux interrogations soulevées, il met néanmoins en évidence l'hypothèse centrale de notre modèle, à savoir l'épargne salariale comme double mécanisme de transfert partiel des risques et de stabilisation du capital. Aussi l'analyse pratique proposée s'inscrit-elle dans le prolongement des recherches effectuées par Ragot et Touffut (*op.cit.*) sur le cas saint-Gobain de 1980 à 1998. Celles-ci proposent de concevoir l'épargne salariale comme le moteur de mutation du lien salarial au sein de Saint-Gobain et d'envisager les déterminants de sa forte diffusion en France.

## 2.1 L'épargne salariale, moteur de l'évolution de la forme salariale « Saint-Gobain »

Depuis le début des années 1980, selon les commentaires du dirigeant de Saint-Gobain, nous assistons donc à un effritement de la relation salariale fordiste au profit d'une forme, fondée sur la stabilité et la polyvalence des travailleurs<sup>7</sup>. Dans ce cadre, la firme « investit fortement dans des systèmes sophistiqués de fonctionnement. Le personnel devient très formé. A Saint-Gobain par exemple, les emplois non qualifiés ont diminué de 90 % en quinze ans. Les tâches segmentées traditionnelles de l'entreprise ont disparu, certaines ont été externalisées. C'est un monde du travail très syndicalisé, parce qu'il existe un rapport de force avec des travailleurs indispensables pour faire tourner les machines » (*in* « Comment Beffa gère le changement dans l'empire Saint-Gobain », *Liaisons sociales magazine*, p.44-48, mars 2000).

---

<sup>6</sup>En 2006, outre la participation aux bénéfices qui est obligatoire dans les entités de plus 50 salariés, 95% des travailleurs de Saint-Gobain en France sont en effet couverts par un dispositif d'intéressement. 73% de l'effectif en France participe au PEG pour cette même année.

<sup>7</sup>Selon Beffa *et alii* (*op.cit.*), la « stabilité polyvalente » est en quelque sorte l'héritière de la relation salariale fordiste, qui caractérise les marchés internes des années 1960.

Progressivement, l'introduction des mécanismes de partage du profit en 1986, puis du PEG en 1988, a contribué à l'émergence d'une forme hybride associant la « stabilité polyvalente » à celle du « partage des risques », voire de « l'implication patrimoniale » (d'après la typologie de Beffa *et alii, op.cit.*). Compte tenu de ces éléments, nous proposons dans cette sous-section de rendre compte des modalités selon lesquelles l'épargne salariale affecte la formation des rémunérations ; ce travail nous permettant ensuite de discuter les hypothèses relatives aux déterminants de la diffusion de ce mécanisme au sein de Saint-Gobain.

Les données disponibles permettent de rendre compte de l'évolution de la rémunération et de ses composantes (salaire réel de base, primes de partage du profit, et revenus du PEG), dans six établissements du groupe en France, en fonction de certains indicateurs reflétant le fonctionnement de la firme (en particulier le chiffre d'affaires, la rentabilité des capitaux investis, et le partage de la valeur ajoutée entre masse salariale et profit)<sup>8</sup>. Afin de saisir les enjeux de l'épargne salariale, nous présentons dans la figure 1 l'évolution des indices d'augmentation des éléments de la rémunération sur la période 1982-2004, en nous focalisant plus particulièrement sur les faits ayant marqué les années 1999 à 2004. Au cours de cette dernière période, il semble que l'hypothèse d'une connexion de la rémunération totale aux succès et aux risques encourus par l'entreprise sur les marchés financiers soit renforcée.

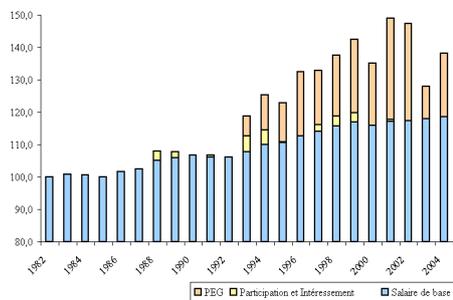


FIG. 1 – Evolution de la rémunération et de ses composantes (1982-2004)(indice base 100 en 1982 , équivalent ouvrier)

Une première analyse (Ragot, Touffut, *op.cit.*) suggère que l'instauration des primes d'intéressement et de participation, sous l'impulsion de l'Etat en 1986, permet la modération des augmentations du salaire de base tout en accroissant la rémunération réelle lorsque les résultats de l'entreprise le permettent.

<sup>8</sup>Nous reprenons les mêmes informations que celles mobilisées par Ragot et Touffut, complétées par les données de 1999 à 2004.

Ensuite, à partir de 1993, année des premiers effets du PEG introduit en 1988, l'épargne salariale « prend alors le relais de l'intéressement et de la participation dans la hausse de la rémunération réelle » (*id.*, p.138). Enfin, durant la période 1999-2004, l'activité des établissements étudiés est caractérisée par un ralentissement des volumes. Le taux de croissance du chiffre d'affaires déflaté (i.e. corrigé des prix réels du secteur) passe de 3,8% entre 1993 et 1998 à -0,8% à partir de 1999. Cette tendance est associée à une baisse de la masse salariale dans la valeur ajoutée (-0,4 %) au profit de l'excédent brut d'exploitation (0,6%). Enfin, la rentabilité des capitaux investis connaît une légère baisse relativement à son niveau de 1999. En 1999, un investissement de 100 euros rapporte 43 euros tandis que ce gain s'élève à 39 euros en 2004. Dans ce contexte, le ralentissement de la croissance de la rémunération réelle (i.e. salaire de base et primes de partage du profit) se poursuit (-0,4%) tandis que l'indice d'évolution de la rémunération totale (i.e. rémunération réelle et gains du PEG) baisse de -0,6 % par an en moyenne. Aussi, les évolutions récentes laissent-elles apparaître une plus grande sensibilité de la rémunération aux gains apportés par le PEG<sup>9</sup>. En effet, après une progression moyenne de l'ordre de 1,4% par an entre 1999 et 2002, nous assistons à une chute de l'indice d'augmentation de la rémunération totale de -13,6% en 2002-2003, suivie d'un relèvement de l'ordre de 8,10% entre 2003 et 2004. Dans le même temps, la croissance de l'indice d'augmentation de la rémunération réelle (i.e. salaire de base et primes de partage du profit) est proche 0 (0,34% en 2002-2003 contre -0,24% en 2003-2004). Ce constat corrobore donc l'idée selon laquelle l'épargne salariale (i.e. les revenus du PEG) est devenue déterminante dans l'évolution de la rémunération réelle totale. En conformité avec les tendances nationales, la sensibilité de la rémunération se conjugue avec un ralentissement des augmentations salariales<sup>10</sup> (particulièrement, à la fin des années 1990). Ce résultat s'avère par ailleurs compatible avec la baisse continue de la masse salariale dans la valeur ajoutée, dont le partage s'effectue davantage en faveur des profits.

---

<sup>9</sup>Les gains du PEG correspondent ici à une estimation des revenus que le salarié percevrait dans l'hypothèse où ce dernier retire, à l'issue de la période de blocage, les sommes placées 5 ans plus tôt dans le PEG. Le revenu du placement est estimé à partir de la différence entre le prix d'achat et de retrait de l'action, pondéré par le nombre de parts rémunérées.

<sup>10</sup>Les travaux de Desplatz *et alii* (2003) mettent en effet en évidence, en France, une moindre progression des salaires réels de base depuis le début des années 1980, qui se serait légèrement infléchie à la fin des années 1990. D'après les auteurs, plusieurs facteurs peuvent expliquer cette inflexion : la désindexation des salaires par rapport aux prix menée dans le cadre de la politique de désinflation compétitive ; la généralisation de la réduction du temps de travail initiée par la loi Robien en 1996 ; la préférence pour l'emploi dans un contexte de chômage massif et durable qui aurait diminué le pouvoir de négociation salariale des syndicats.

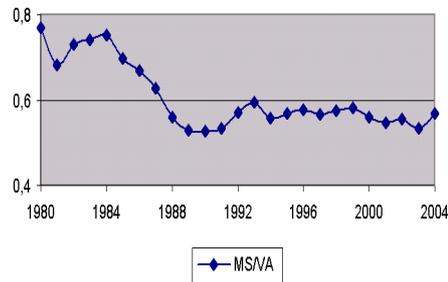


FIG. 2 – Evolution de la part de la masse salariale (MS) dans la valeur ajoutée (VA) (1980-2004)

Le graphique 2 montre en effet que la part des salaires dans la valeur ajoutée décroît régulièrement depuis le début des années 1980 passant de 76,88% en 1980 à 56,9% en 2004. Durant la période 1999-2004, ce ratio est stable autour de 55%.

Ainsi, les informations statistiques mettent en évidence les effets bénéfiques de l'épargne salariale même en cas de retournement de l'activité. En effet, alors que les primes de partage du profit ne permettent plus l'augmentation de la rémunération réelle<sup>11</sup>, en particulier entre 2000 et 2004, le PEG assure aux salariés des revenus supplémentaires lorsque le cours boursier du groupe est favorable. S'il est clair que l'épargne salariale apparaît vertueuse pour les salariés lorsque les résultats de l'entreprise le permettent, ces derniers s'exposent néanmoins aux risques encourus par l'entreprise sur les marchés financiers<sup>12</sup>. Ces constats soulèvent la question des éléments ayant pu contribué au développement de l'épargne salariale au sein de Saint-Gobain. Pourquoi le groupe a-t-il diffusé l'épargne salariale ? Quels sont les objectifs d'une telle politique ?

## 2.2 Les éléments explicatifs et les enjeux de la diffusion de l'épargne salariale

D'après Ragot et Touffut, « deux grands schémas s'opposent quant à la nature des causalités qui déterminent le lien salarial : selon une première décomposition, les formes de la concurrence imposent des innovations technologiques qui remettent en cause le système de rémunération du travail,

<sup>11</sup>Le ralentissement, voire la chute, de l'indice de progression des primes peut être lié au fait que l'objectif de rentabilité fixé *ex ante* n'a pas été atteint dans les sociétés observées ; ce qui conduit à une moindre progression des primes, voire leur non versement.

<sup>12</sup>Notons que l'exposition aux risques, *via* le PEG de Saint-Gobain, est compensée par la double politique d'abondement, versé par l'entreprise, et de décote sur le prix de l'action, financée par les actionnaires.

une deuxième lecture met l'accent sur l'action des directions d'entreprise pour restaurer la rentabilité du capital dans un environnement plus favorable à l'entreprise » (*op.cit.*, p.143). D'une part, le bouleversement du mode de rémunération trouverait son origine dans l'évolution du modèle productif de Saint-Gobain, correspondant au passage d'une industrie de main d'oeuvre à une industrie de technologie<sup>13</sup>. D'autre part, les changements de l'environnement macroéconomique au début des années 1980, associés à la dérèglementation des marchés financiers, ont poussé l'entreprise à développer un mode de rémunération exposant les salariés de manière collective aux risques. Dans cette perspective, le partage du profit constitue alors une alternative permettant de réduire la rigidité salariale, propre au lien fordiste. La diminution des coûts salariaux observée dans les entreprises analysées (i.e. baisse de la masse salariale dans la valeur ajoutée), en particulier au cours de la décennie 1980, semble ainsi correspondre à l'objectif de restauration de la rentabilité des capitaux face à la pression exercée par les marchés financiers.

A l'instar de Ragot et Touffut (*op.cit.*), nous privilégions la seconde justification avancée. Dans ce contexte, notre propos est de mettre en évidence l'hypothèse selon laquelle l'épargne salariale permet à la fois un transfert partiel de risques vers le salarié et la stabilisation d'une partie de l'actionnariat dans un contexte de financiarisation de l'économie. Les informations statistiques disponibles nous invitent dans cette sous-section à nous interroger sur le rôle joué par les actionnaires, notamment les institutionnels étrangers, dans la volonté de Saint-Gobain de développer l'épargne collective. Il semble en effet que ce groupe ait misé sur ce dispositif tant pour réformer son système de rémunération que pour attirer des investisseurs jugés plus stables et fidèles, en particulier des actionnaires salariés. Si nous ne sommes pas en mesure de mesurer l'influence des investisseurs financiers sur le groupe, une analyse statistique de l'évolution du profit, des dividendes, de la structure du capital et des droits de vote fournit quelques éléments renforçant l'hypothèse de notre modèle.

Premièrement, l'étude de l'évolution du profit du groupe et des dividendes distribués entre 1995 et 2005 met en évidence une certaine déconnexion du revenu des actionnaires de l'activité de l'entreprise.

---

<sup>13</sup>En effet, le Groupe a développé une stratégie « diversité et volume, leadership » dans ses métiers traditionnels, qu'il tend à associer à celle qualifiée de « diversité et flexibilité » (Beffa, Lomba, 2002).

Sur l'ensemble de la période, les dividendes distribués par le groupe à ses actionnaires progressent de manière continue<sup>14</sup> tandis que les fluctuations du profit sont plus fortes.

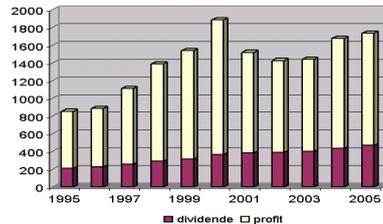


FIG. 3 – Evolution des profits et des dividendes (1995-2005) (en millions d'euros)

En début de période, les dividendes versés croissent (avec un taux annuel moyen de 9,7% entre 1995 et 2000) moins vite que les profits (14,8% sur la même période). Ensuite, à partir 2000, après une phase de décroissance de la part des dividendes dans le profit (celle-ci passe de 32,75% en 1995 à 24,15% en 2000), ce ratio connaît un relèvement à la hausse pour atteindre 36,3% des profits en 2005. Par ailleurs, durant cette même période, si les dividendes progressent de manière continue (avec un taux annuel moyen de 4,25%), nous constatons une variabilité plus forte du profit. La chute du résultat net de 28,5% entre 2000 et 2001 est associée à un taux de croissance des dividendes de l'ordre 4,7%. En 2000, les dividendes représentent 22,32% du résultat net alors que cette part s'élève à 32,68% en 2001. Ce constat confirme ainsi l'idée selon laquelle les fluctuations d'activité de l'entreprise n'impactent pas la politique de distribution des dividendes. En effet, les évolutions constatées suggèrent que la baisse continue des profits n'est pas associée à une évolution similaire des dividendes. Depuis 1995, la hausse régulière des dividendes est, semble-t-il, complètement déconnectée des chocs affectant le profit ; ce qui illustre bien l'idée selon laquelle les actionnaires parviennent à protéger leurs revenus des fluctuations de l'activité de l'entreprise. Or, comme le rappellent Aglietta et Rebérioux (*op.cit*), la limitation des risques encourus par les actionnaires, qui bénéficient d'un revenu relativement stable, se répercute forcément sur la situation des autres membres de l'organisation, notamment les salariés.

<sup>14</sup>D'après le rapport annuel sur l'exercice 2005, en moyenne, le taux de rendement global pour l'actionnaire (TSR, *Total shareholder return*) s'élève à 14,1% par an sur la période 1995-2005, dont 9,5% de plus-values sur cours et 4,6% de dividendes bruts. De manière générale, la politique de distribution des dividendes est construite de manière à protéger les investisseurs des baisses des résultats.

Dans ce contexte, la variabilité de la rémunération des salariés (i.e. salaire de base, primes de partage du profit et PEG), constatée dans la sous-section précédente et, associée la modération salariale, doit-elle être interprétée comme la contrepartie de la déconnexion des revenus des actionnaires par rapport à l'activité de l'entreprise ?

Aussi ce questionnement rejoint-il une autre préoccupation des dirigeants des grandes entreprises, à savoir le mobilisation de nouvelles catégories d'actionnaires, dans un contexte marqué par la montée en puissance des investisseurs institutionnels. A l'image de quelques grandes entreprises françaises, Saint-Gobain a connu des changements majeurs dans les structures de contrôle et de détention de son capital. A partir de 1986, année de la privatisation du groupe, le contrôle du capital est assuré par des blocs d'actionnaires français, *via* la constitution de « noyaux durs » et de participations croisées. Au milieu de la décennie 1990, la recherche de nouvelles ressources, nécessaires au développement du groupe a, semble-t-il, favorisé une phase de déconstruction des noyaux durs et de relâchement de participations croisées. Aussi, au sein de Saint-Gobain, le poids grandissant des institutionnels, en particulier étrangers, est-il essentiellement associé à une chute de la part du capital détenue par les actionnaires « stables » (tableau de la figure 4).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Actionnaires stables	25,0%	22,4%	15,9%	13,8%	12,0%	8,8%	11,6%	11,0%	8,8%	8,6%	8,9%
Plan Epargne Groupe	2,5%	2,7%	3,1%	3,8%	6,0%	6,5%	6,3%	7,4%	6,7%	6,0%	6,3%
Actionnaires individuels	14,3%	14,2%	14,6%	11,0%	14,3%	12,0%	10,1%	10,0%	9,4%	9,9%	8,9%
Institutionnels français	22,9%	26,7%	30,1%	24,1%	27,0%	22,3%	23,7%	24,6%	27,9%	31,5%	27,7%
Institutionnels étrangers	35,4%	34,0%	36,3%	47,3%	40,7%	50,4%	48,3%	47,0%	47,2%	44,0%	48,1%

FIG. 4 – Structure du capital de Saint-Gobain (1996-2006)

Entre 1996 et 2006, la part des « autres actionnaires » (i.e. les actionnaires individuels, institutionnels français et étrangers) dans le capital de Saint-Gobain a progressé de 16,67% (72,6% fin 1996 contre 84,7% en fin 2006). Ce constat est surtout imputable à la montée en puissance des institutionnels étrangers qui détiennent, à la fin de l'année 2006, 48,1% du capital (leur part a progressé de 35,9% en 10 ans), et dans une moindre mesure des institutionnels français dont la proportion de capital, plus fluctuante sur la période, croît en moyenne de 20%. Le poids des actionnaires individuels tend à s'affaiblir puisqu'ils ne détiennent à la fin de l'année de 2006 plus que 8,9% du capital contre 14,3% fin 1996. Parallèlement, la part des actionnaires « stables » chute sur la période étudiée, passant ainsi de près de 25% en 1997 à 8,9% en 2006.

Aussi ce contexte de montée en puissance des institutionnels (notamment étrangers) et d'affaiblissement du noyau stable d'actionnaires dans le capital du groupe coïncide-t-il avec une progression de la part acquise par les salariés de Saint-Gobain, *via* le plan d'épargne groupe. En effet, le poids des actionnaires salariés (i.e. les travailleurs détenant une épargne salariale) a été multipliée par 2,5 en 10 ans. Détenant fin 1996 2,5% du capital de la firme, ils représentent aujourd'hui le premier actionnaire du groupe avec 6,3% du capital. De la même manière, les statistiques renseignant sur les droits de vote dont dispose chaque type d'investisseurs témoignent du poids grandissant des institutionnels et du PEG au détriment des actionnaires individuels et ceux qualifiés de stables (tableau figure 5). Globalement, les institutionnels

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Actionnaires stables	34,4%	32,3%	20,9%	14,7%	14,8%	10,8%	11,9%	9,0%	7,7%	6,3%	7,0%
Plan Epargne Groupe	3,4%	3,4%	4,2%	5,2%	5,1%	9,4%	9,6%	11,7%	11,6%	10,3%	10,5%
Actionnaires individuels	12,3%	12,2%	13,5%	10,8%	14,2%	11,3%	9,8%	9,8%	9,6%	9,9%	9,0%
Institutionnels français	19,7%	23,1%	27,9%	23,6%	27,4%	21,1%	22,7%	23,9%	26,6%	30,4%	26,9%
Institutionnels étrangers	30,2%	29,0%	33,4%	45,7%	38,4%	47,4%	46,0%	45,6%	44,9%	43,1%	46,6%

FIG. 5 – Part des droits de vote détenue par chaque type d'investisseurs (1996-2006)

étrangers et français jouissent à la fin de l'année 2006 de près de 73,5% des droits de vote ; cette part s'élevant à 50% 10 ans plus tôt. De même, les voix des actionnaires stables chutent sur la période étudiée, passant de 34,4% en 1996 à 7% en 2006. Dans ce contexte, les salariés investissant dans le PEG voient leurs droits de vote tripler en 10 ans pour atteindre 10,5% en 2006. Si nous ne sommes pas en mesure d'évaluer l'influence réelle exercée par les institutionnels étrangers sur le management de Saint-Gobain, le fait que ceux-ci représentent près de la moitié des capitaux et des droits de vote de Saint-Gobain soulève la question de la stabilisation du capital de la firme<sup>15</sup>. Dans ce contexte, le fort développement de l'épargne salariale ne répond-t-il pas à la volonté de la direction de rééquilibrer les rapports de force entre marchés financiers et salariés ? Pour cela, l'instauration d'un droit de vote double<sup>16</sup> ne contribue-t-elle pas à faire du PEG un élément contrebalançant le pouvoir des autres investisseurs ?

<sup>15</sup>Comme l'indique Plihon (2004), leurs objectifs se centrent souvent autour de deux axes : la maximisation de la valeur des participations financières et l'organisation d'un système de contrôle externe des dirigeants afin de les inciter à satisfaire leurs exigences de rentabilité.

<sup>16</sup>Depuis 1987, les statuts du groupe prévoient qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres actions soit attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom d'un même actionnaire.

Dans la mesure où les fonds investis par les salariés dans le PEG restent bloqués pendant une période minimale de 5 ans, il semble donc évident que ce droit de vote double confère un avantage à l'actionnariat salarié en échange de sa fidélité. L'évolution du nombre de voix par action pour chaque type d'investisseurs corrobore, semble-t-il, cette hypothèse. Actuellement, les salariés actionnaires disposent de 1,73 voix par action (0,66 à la fin 1996), tandis que les institutionnels expriment depuis 10 ans environ 1 voix par action. Par ailleurs, ces évolutions sont associées à l'affaiblissement de pouvoir d'expression des actionnaires stables (0,81 voix par action en 2006 contre 1,86 en 1996). Ces constats renforcent ainsi l'idée selon laquelle l'épargne salariale est mobilisée, au sein du groupe, comme un moyen d'attirer d'autres investisseurs jugés fidèles. Le PEG s'apparente ici à un outil compensant l'effritement de l'actionnariat stable face aux pressions exercées par les institutionnels, et plus généralement par les marchés financiers.

En somme, l'analyse du cas particulier de Saint-Gobain met en lumière les enjeux microéconomiques de la diffusion de l'épargne salariale. Ce dispositif constitue, semble-t-il, l'un des moteurs de transformation de la forme salariale. Parallèlement à un ancrage de la politique salariale dans une tradition « fordienne », Saint-Gobain a ainsi encouragé le développement d'un mode de rémunération exposant les salariés de manière collective aux risques. Si l'Etat a joué un rôle incontestable dans la mise en oeuvre de l'épargne salariale, la volonté de l'entreprise de restaurer la rentabilité de son capital et de contrecarrer la montée en puissance des investisseurs institutionnels pourrait aussi constituer une des raisons de sa forte diffusion. Compte tenu de ces éléments, nous proposons d'envisager l'épargne salariale comme un mécanisme de transfert partiel des risques et de stabilisation du capital. L'analyse du cas saint-Gobain illustre ainsi les interrogations centrales du modèle : quelles sont les modalités de construction d'un contrat optimal fondé sur l'épargne salariale ? En quoi l'épargne salariale constitue-t-elle un mode de rémunération judicieux permettant au principal de satisfaire à la fois les actionnaires et les salariés ? Enfin, dans quelles mesures, les salariés sont-ils disposés à accepter de recevoir une rémunération dont une part est liée à l'influence des variables financières ? Afin d'apporter quelques éléments de réponse, la modélisation aborde dans un premier temps les enjeux du partage du profit, notamment en termes de report d'une partie des risques. Pour mettre en évidence ce mécanisme de transfert partiel de l'incertitude de l'actionnaire vers l'agent, nous comparons le contrat de partage du profit (PP) à un contrat théoriquement incitatif, et servant de *benchmark* (SV).

### 3 Modalités de définition d’une politique de rémunération fondée sur le partage du profit

#### 3.1 Variables influençant la rémunération globale

Nous considérons un modèle de principal-agent avec action cachée, dans lequel le principal détermine le contrat optimal en termes de rémunération. Deux signaux conditionnent la rémunération globale de l’agent : la production individuelle et l’aléa. Concrètement, le principal s’avère confronté à deux types de risques : ceux induits par la conjoncture économique ou inhérent à la production  $x$ <sup>17</sup> et ceux, notés  $\theta$ , dont l’origine est endogène à la firme (stratégie de l’entreprise, planification...). Nous cherchons donc à étudier les modalités selon lesquelles l’entreprise parvient à reporter ce second type de risques  $\theta$ .  $\theta$  représente en fait les risques supplémentaires liés à la financiarisation des contraintes économiques.

L’agent peut choisir un niveau d’effort parmi un *continuum* de valeurs positives :  $e \in (\underline{e}; \bar{e})$ . La production  $x$  est une variable stochastique, suivant une loi normale de moyenne  $e$  et de variance 1, et pouvant prendre toutes les valeurs sur  $R^+$  :  $x \rightarrow N_{[e;1]}$ . L’effort étant supposé inobservable, le principal déduit de la constatation de la production individuelle, l’action choisie par l’agent. Le principal construit donc un contrat de travail de telle sorte que l’effort consenti par l’agent soit le plus élevé possible.

De la même manière, l’aléa  $\theta$  suit une loi uniforme de paramètres finis  $\bar{\theta}$  et  $\underline{\theta}$  :  $\theta \rightarrow U_{[\underline{\theta};\bar{\theta}]}$  ; avec  $\bar{\theta} \geq 0$ ,  $\underline{\theta} \leq 0$  et  $|\bar{\theta}| \leq |\underline{\theta}|$ . La survenance du choc affecte la valeur de la production aussi bien négativement que positivement. Les états « choc négatif » ont une probabilité de survenance au moins égale à celle des états « choc positif ». Cette hypothèse s’avère cruciale puisqu’elle permet de justifier notre perspective de recherche, à savoir la volonté du principal de partager les risques. En effet, si la distribution des valeurs positives de l’aléa est beaucoup plus grande, alors un choc défavorable aura une faible probabilité de se produire. Et si des chocs positifs ont une plus grande probabilité de survenir, alors un contrat basé sur le partage du profit n’a pas lieu d’être construit dans la mesure où le principal, rationnel, préfère profiter tout seul des fruits de la croissance. Ainsi, sous l’hypothèse d’un élargissement de l’échelle des valeurs négatives d’un choc, la définition d’une politique de partage du profit devient légitime du point de vue du principal.

---

<sup>17</sup>A titre d’exemple, une augmentation brutale du prix des matières premières induit, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de la production en valeur ; baisse que le principal va chercher à compenser par une variabilité du coût salarial. *A contrario*, une baisse du prix des matières premières améliore, toutes choses égales par ailleurs, la valeur de la production. Dans cette situation, le principal partage ce gain avec le salarié.

L'indexation d'une partie de la rémunération sur les bénéfices est alors justifiée par la volonté de reporter les risques liés à l'apparition d'un choc défavorable. Dans la suite de l'article, nous prendrons à titre illustratif (et sans perte aucune de généralité),  $\bar{\theta} = 0.75$  et  $\underline{\theta} = -1$ .

## 3.2 Schémas de rémunération analysés

L'intuition centrale du modèle réside dans l'idée que le désir de partager les risques  $\theta$  peut être satisfait par le recours à l'épargne salariale comme mode de rémunération. Dans ce contexte, l'épargne salariale est un contrat construit comme un double mécanisme permettant le report des risques (i.e. pour augmenter le profit des actionnaires) et la stabilisation du capital (i.e. afin de constituer un noyau stable d'actionnariat salarié contrebalançant le pouvoir des investisseurs institutionnels).

Afin d'étayer cette hypothèse, nous considérons dans un premier temps un contrat fondé sur le partage du profit et le comparons à un *benchmark*. Ces deux formes salariales dépendent toutes deux de la production individuelle et de l'aléa mais diffèrent du point de vue de leur composition. Soit SV et PP respectivement le schéma de salaire variable « pur » (i.e. le contrat *benchmark*) et celui basé sur le partage du profit. Ces deux contrats SV et PP sont caractérisés respectivement par les rémunérations  $R_{SV}$  et  $R_{PP}$  :

$$R_{SV} = R_{SV}[\omega_0(x, \theta)] = \omega_0(x, \theta)$$

$$R_{PP} = R_{PP}[\omega(x, \theta); \alpha(x, \theta)]$$

Où  $\omega_0$ ,  $\omega$  et  $\alpha$  désignent respectivement le salaire variable « pur », le salaire de base et la proportion du profit octroyée au salarié.

Le contrat SV est tel que le salaire versé dépend des valeurs de la production et du choc subi par l'entreprise durant la période d'exécution de la tâche. De la même manière, la rémunération PP se compose d'un salaire de base et d'une prime de partage du profit dépendant tous deux de  $\theta$  et de  $x$ .

## 3.3 Fonctions de profit et d'utilité

### 3.3.1 Le profit du principal

Nous supposons que le principal est neutre au risque. Sa neutralité vis-à-vis du risque n'est cependant pas incompatible avec son désir de partager les risques, *via* une politique de rémunération appropriée. Bien entendu, l'hypothèse d'une aversion au risque renforcerait nos résultats dans la mesure où le principal reporterait davantage de risques sur le salarié. Les risques supplémentaires, supportés par le principal, résultent de la financiarisation des contraintes économiques et sont exprimés par le paramètre  $\theta$ .

Compte tenu de ces éléments, le principal maximise *ex ante* son espérance de profit sans connaître les valeurs de  $\theta$  et de  $x$ .

Dans le cas du contrat servant de *benchmark* « SV », la fonction de profit est de la forme :

$$\Pi_{SV} = x(1 + \theta) - \omega_0(x, \theta)$$

L'espérance de son profit est donc donnée par :

$$E\Pi_{SV} = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)[(1 + \theta)x - \omega_0(x, \theta)] dx d\theta$$

Avec  $f(x|e) = \frac{\exp[-\frac{(x-e)^2}{2}]}{\sqrt{2\pi}}$  : la densité de probabilité de la variable  $x$  (conditionnelle à  $e$ ), qui suit une loi normale de paramètres  $e$  et 1 ;  $g(\theta) = \frac{1}{\bar{\theta} - \underline{\theta}}$  : la densité de probabilité de la variable  $\theta$ , qui suit une loi uniforme de paramètres  $\bar{\theta}$  et  $\underline{\theta}$ .

De la même manière, dans le cas PP, le profit du principal est de la forme :

$$\Pi_{PP} = x(1 + \theta) - R_{PP}[\omega(x, \theta); \alpha(x, \theta)]$$

Dans le cas PP, tout se passe comme si l'entreprise met en place un accord d'intéressement. Cet accord précise notamment l'indicateur de performance choisi, le seuil de rentabilité exigé par l'employeur et le pourcentage de profit alloué en cas de déclenchement du seuil<sup>18</sup>. En accord avec ce qui est observé dans la réalité<sup>19</sup>, nous postulons ici que le principal choisit comme un indicateur de déclenchement de la prime, le résultat de son activité. Dans ce contexte, la part du profit, promise avant l'exécution du contrat, est versée si et seulement si le seuil de déclenchement fixé *ex ante* est effectivement atteint *ex post*.

<sup>18</sup>Nous faisons le choix de considérer l'effet de l'intéressement sur la formule de rémunération dans la mesure où nous considérons que ce dispositif, non obligatoire, résulte davantage d'une stratégie de ressources humaines plutôt que de l'application mécanique de la loi (comme cela est le cas pour la participation). La définition de la formule de calcul étant laissée à la liberté de l'employeur, l'étude du dispositif d'intéressement est donc plus pertinente pour souligner une volonté managériale de flexibiliser une partie de la rémunération, *via* une exposition aux risques.

<sup>19</sup>D'après un rapport du Conseil supérieur de la participation (2005), le calcul de l'intéressement fondé sur les résultats demeure la pratique la plus répandue puisqu'il concerne 66,5 % des accords signés par les entreprises en 2003. Pour cette même année, 22,1 % des accords considèrent, comme seuil de déclenchement de la prime, un indicateur de performance, tel que la productivité, la qualité, l'absentéisme, ou encore la sécurité. Dans les autres cas, les entreprises ont choisi des formules mixant les deux précédentes modalités.

Ce seuil, fonction des anticipations de la production et de l'aléa, définit en fait la proportion du chiffre d'affaires (i.e. la valeur de la production) que le principal est prêt à partager avec le salarié. Autrement dit, cette valeur est telle que :

$$\Pi_{PP,ep} = \phi CA \text{ avec } CA = (1 + \theta_{ep})x_{ep}$$

$$\text{d'où } \phi = (1 - \alpha) - \frac{\omega(1 - \alpha)}{(1 + \theta)x}$$

avec  $CA$  et  $\Pi_{PP,ep}$  respectivement la valeur de la production et le profit obtenus *ex post* dans le cadre du contrat PP.

Aussi, en toute rigueur, la prise en compte de cette condition de versement conduit-elle le principal à maximiser son espérance de profit en tenant d'une fonction indicatrice, liée à l'atteinte ou non du seuil de déclenchement de la prime :

$$E(\Pi_{PP}) = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)[(1 + \theta)x - R_{PP}[\omega(x, \theta); \alpha(x, \theta) \times 1_{\{\Pi_{PP,ep} \geq \phi CA\}}]] dx d\theta$$

Autrement dit, le principal devrait maximiser l'espérance de son profit lorsqu'il anticipe un état de la nature défavorable ( $\Pi_{PP,ep} < \phi CA$ ) et celle quand le seuil de déclenchement de la prime est atteint ( $\Pi_{PP,ep} \geq \phi CA$ ). Cette expression met en évidence la continuité par morceaux de la fonction de profit, compliquant de fait notre problème. Par souci de simplification et dans la mesure où nous cherchons à comprendre selon quelles modalités le principal partage son profit, nous considérons que celui-ci maximise l'espérance du profit qu'il obtient quand le seuil de rentabilité fixé *ex ante* est atteint.

Quel que soit le schéma de rémunération adopté, le profit est une fonction croissante de la production individuelle et décroissante des éléments de la rémunération globale.

### 3.3.2 Fonction d'utilité de l'agent

Supposons que l'agent ait une fonction d'utilité de type « DARA » (*Decreasing Absolute Risk Aversion*)<sup>20</sup>. Dans ce cas, il éprouve une aversion absolue et décroissante au risque et, plus son niveau de revenu est important, moins il est adverse au risque.

Dans le cas SV (i.e. contrat *benchmark*), on a :

$$U_{SV} = Ln[\omega_0(x, \theta)] - C(e)$$

Dans le cas PP, on a :

$$U_{PP} = Ln[\omega(x, \theta) + \alpha(x, \theta)[x(1 + \theta) - \omega(x, \theta)]] - C(e)$$

<sup>20</sup>Le choix de cette fonction d'utilité est sans perte de généralité.

Avec  $C(e)$  une fonction quadratique de désutilité de l'effort.  $C(e)$  est le coût de l'effort et est une fonction croissante et convexe en  $e$ .

Par ailleurs, l'utilité du salarié croît avec chaque élément de la rémunération globale :

$$U'_{SV,\omega_0(x,\theta)} > 0; U'_{PP,\omega(x,\theta)} > 0; U'_{PP,\alpha(x,\theta)} > 0.$$

Compte tenu de ces éléments, nous présentons le programme d'optimisation auquel est confronté le principal. Celui-ci nous permettra d'analyser les caractéristiques des contrats SV et PP.

## 4 La détermination des contrats SV et PP

### 4.1 Programme d'optimisation

Pour chacune des politiques de rémunération, le principal détermine les caractéristiques du contrat optimal. Il maximise son espérance de profit sous les contraintes habituelles d'incitation et de participation du salarié. Le programme de base est donc :

$$\text{Max} E\Pi_i = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)\Pi_i dx d\theta$$

sous contraintes :

$$CI : e \in \text{argmax}_e EU_i$$

$$CP : EU_i \geq \underline{U}$$

Avec  $i = PP, SV$  ;  $\underline{U}$ , l'utilité de réserve. CI et CP représentent respectivement la contrainte d'incitation et celle de participation.

La contrainte de participation est telle que le principal doit construire un contrat procurant à l'agent une espérance d'utilité au moins égale à son utilité de réserve. La contrainte d'incitation exige que le niveau d'effort de l'agent corresponde à celui qui maximise son espérance d'utilité. La résolution du programme implique une double maximisation qui peut s'avérer compliquée, nous utilisons donc « l'approche du premier ordre » préconisée par Holmström (1979). Celle-ci consiste à remplacer la contrainte CI par une contrainte d'incitation locale :  $\frac{dEU}{de}/\hat{e} = 0$ .

Les caractéristiques optimales des contrats SV et PP sont donc solutions du programme que nous venons de décrire. Dans les deux sous-sections suivantes, nous montrerons, que contrairement à SV, le contrat PP permet bien un transfert partiel des risques  $\theta$  de l'actionnaire vers l'agent.

## 4.2 Le contrat de *benchmark* (SV) : une rémunération déconnectée de l'aléa $\theta$

Le programme SV correspond à l'analyse standard du modèle du principal-agent avec une formule salariale variable « pure » :

$$\text{MaxE}\Pi_{SV} = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)[(1 + \theta)x - \omega_0(x, \theta)] dx d\theta$$

sous contraintes :

$$\int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f_e(x|e)g(\theta) [Ln\omega_0(x, \theta)] dx d\theta - ce = 0$$

$$\int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta) [Ln\omega_0(x, \theta)] dx d\theta - C(e) \geq \underline{U}$$

Avec  $f_e(x|e)$ , la dérivée par rapport à  $e$  de  $f(x|e)$ .

La solution du programme SV est telle que :

$$\frac{1}{U_{\omega_0(x, \theta)}^*} = \mu + \lambda \frac{f_e(x|e)}{f(x|e)}$$

$$\text{avec } \frac{1}{U_{\omega_0(x, \theta)}^*} = \omega_0^*(x, \theta), \text{ d'où}$$

$$\omega_0^*(x, \theta) = \omega_0^*(x) = \mu + \lambda \frac{f_e(x|e)}{f(x|e)}$$

où  $\mu$  et  $\lambda$  sont les multiplicateurs de Lagrange respectivement associés à la contrainte d'incitation et à celle de participation (avec  $\mu > 0$  et  $\lambda > 0$ ).

Dans le cas SV, nous retrouvons le résultat classique du modèle de l'agence. La condition du MLRP (*Maximum Likelihood Ratio Property*)<sup>21</sup> étant vérifiée, l'utilité marginale du salaire est une fonction croissante de la production, et donc indirectement de l'effort. Cependant, le salaire optimal est indépendant de  $\theta$ . Cela s'explique par le fait que l'effort consenti au travail n'a aucune influence sur l'aléa. Les risques  $\theta$  et l'effort sont complètement indépendants. *Ex ante*, le salaire prévu par le contrat de *benchmark* est donc fonction de la production réalisée et constatée *ex post* :  $\omega_0^*(x_{ep})$ .

<sup>21</sup>Cette condition stipule que  $\frac{f_e(x|e)}{f(x|e)}$  est une fonction décroissante de  $x$ .

### 4.3 Le contrat de partage du profit (PP) : les conditions d'un transfert partiel des risques $\theta$

Si le contrat de *benchmark* n'autorise aucun report des risques, selon quelles modalités le partage du profit permet-il d'atteindre l'objectif recherché par le principal? Avant d'étudier les caractéristiques résultant du programme d'optimisation, précisons tout d'abord la procédure de déroulement d'un tel contrat.

#### 4.3.1 Spécificité du déroulement du contrat PP

Rappelons que la spécificité du contrat PP réside dans l'existence d'un seuil fixé *ex ante* de déclenchement de la prime d'intéressement. Dans la pratique, la valeur du paramètre de partage du profit,  $\alpha$ , est annoncée *ex ante* sans possibilité de renégociation. Cela implique que la construction d'un contrat fondé sur le partage du profit repose sur des anticipations de la part du principal de la production individuelle  $x$  et du choc  $\theta$ , notées respectivement  $\hat{x}$  et  $\hat{\theta}$ . Nous supposons que le mode d'anticipation de  $\theta$  et de  $x$  est connaissance commune, ce qui exclut la possibilité pour le principal d'utiliser de manière stratégique les valeurs anticipées du choc et de la production. Dans ce contexte, à la date 0, le principal annonce  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$  et  $\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$ , les caractéristiques du contrat PP optimal. Ainsi, si le paramètre de partage du profit,  $\alpha$ , dépend uniquement des anticipations  $\hat{\theta}$  et  $\hat{x}$ , sans possibilité de variation *ex post*, le salaire de base  $\omega$  repose *ex ante* sur le choc anticipé et la valeur de la production constatée *ex post*  $x_{ep}$ . La part  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$  du profit est versée si et seulement si le seuil de rentabilité  $\hat{\phi}(\hat{x}, \hat{\theta})$  est atteint. Notons que lorsque le principal détermine  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$ , il en déduit  $\hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})$ , soit :

$$\hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta}) = [1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})] - \frac{\omega(\hat{x}, \hat{\theta})[1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})]}{(1 + \hat{\theta})\hat{x}}$$

La particularité de ce type de contrat réside dans le fait que les valeurs du paramètre de partage du profit et du seuil de rentabilité s'avèrent déterminées sur la base d'anticipations. Si les vraies valeurs de l'aléa et de la production n'ont pas d'impact sur la formule de calcul de la prime ainsi que le seuil de déclenchement, celles-ci influencent néanmoins le seuil de rentabilité *ex post*, dont l'expression est :

$$\phi_{ep}(x_{ep}, \theta_{ep}) = [1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})] - \frac{\omega(x_{ep}, \hat{\theta})[1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})]}{(1 + \theta_{ep})x_{ep}}$$

L'autre composante de la rémunération, le salaire de base, dépend *ex post* de la production constatée et de l'anticipation de l'aléa. A l'issue du contrat, suivant les valeurs constatées de la production et de l'aléa, respectivement  $x_{ep}$  et  $\theta_{ep}$ , et de leurs anticipations  $\hat{x}$  et  $\hat{\theta}$ , le principal compare le seuil effectivement atteint au seuil théorique et annonce si le profit doit être partagé ou non. Ainsi, à la date 1, une fois le contrat exécuté, deux situations peuvent être considérées :

- $\Pi_{PP,ep} \geq \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})CA$  soit  $\phi_{ep}(x_{ep}, \theta_{ep}) \geq \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})$  : le profit constaté *ex post* dépasse une certaine fraction de la valeur de la production alors la prime de partage du profit est déclenchée. Le salarié reçoit une rémunération totale composée du salaire de base et de la prime de partage du profit, soit :  
 $R_{PP}^* = \omega^*(x_{ep}, \hat{\theta}) + \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})[x_{ep}(1 + \hat{\theta}) - \omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})]$
- $\Pi_{PP,ep}^* < \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})CA$  soit  $\phi_{ep}(x_{ep}, \theta_{ep}) < \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})$  : le seuil de rentabilité constaté *ex post* est inférieur à celui préalablement fixé, alors le salarié ne reçoit pas de prime de partage du profit. Celui-ci perçoit uniquement son salaire de base :  $R_{PP} = \omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$ .

Ainsi, face à l'accroissement des risques lié à la financiarisation des contraintes économiques, comment le principal, désireux de conserver son poste de direction, peut-il satisfaire les exigences de rentabilité formulées par les actionnaires? Quel contrat a-t-il intérêt à mettre en place? Nous avons vu que le contrat de *benchmark* conduit le principal à verser une rémunération, certes fonction des risques liés à la production, mais totalement déconnectée de l'aléa  $\theta$ . Une des solutions qui se présente ainsi à lui consiste à augmenter le profit, *via* un transfert des risques, à travers le partage du profit. Dans ce cadre, outre un salaire de base défini selon les mêmes modalités que dans SV, le salarié perçoit une fraction du profit, fixée *ex ante* en fonction de l'aléa et la production anticipés. Nous présentons à présent les caractéristiques du contrat PP.

#### 4.3.2 Le partage de risques induit par le contrat PP

Dans le cadre du partage du profit, le programme d'optimisation du principal est :

PROGRAMME PP :

$$\text{MaxE}\Pi_{PP} = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)[x(1 + \theta) - \omega(x, \theta)][1 - \alpha(x, \theta)] dx d\theta$$

sous contraintes :

$$\int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f_e(x|e)g(\theta)[Ln[\omega(x, \theta) + \alpha(x, \theta)[(1 + \theta)x - \omega(x, \theta)]] dx d\theta - ce = 0$$

$$\int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta) [Ln[\omega(x, \theta) + \alpha(x, \theta) [(1 + \theta)x - \omega(x, \theta)]] dx d\theta - c(e) \geq \underline{U}$$

Une fois le programme résolu, le principal remplace ensuite  $\theta$  par  $\hat{\theta}$ , la valeur du choc qu'il anticipe. De la même manière, il détermine le salaire de base en remplaçant  $x$  par sa valeur *ex post*  $x_{ep}$ ; le paramètre de partage du profit étant fondé sur la production anticipée,  $\hat{x}$ . Il annonce donc  $\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$  et  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$ , les caractéristiques optimales du contrat PP.

La solution du programme « PP » est la suivante :

$$\begin{aligned} \frac{1}{U_{\omega(x,\theta)}^*} &= \frac{1}{1 - \alpha(x, \theta)} \left[ \mu + \lambda \frac{f_e(x|e)}{f(x|e)} \right] \\ \text{avec } \frac{1}{U_{\omega(x,\theta)}^*} &= \frac{1 - \alpha(x, \theta)}{\omega(x, \theta)[1 - \alpha(x, \theta)] + \alpha(x, \theta)x(1 + \theta)} \text{ d'où} \\ \omega^*(x, \theta) &= \frac{1}{1 - \alpha(x, \theta)} \left[ \mu + \lambda \frac{f_e(x|e)}{f(x|e)} - \alpha(x, \theta)x(1 + \theta) \right] \\ \frac{1}{U_{\alpha(x,\theta)}^*} &= \frac{1}{x(1 + \theta) - \omega(x, \theta)} \left[ \mu + \lambda \frac{f_e(x|e)}{f(x|e)} \right] \\ \text{avec } \frac{1}{U_{\alpha(x,\theta)}^*} &= \frac{x(1 + \theta) - \omega(x, \theta)}{\omega(x, \theta)[1 - \alpha(x, \theta)] + \alpha(x, \theta)x(1 + \theta)} \text{ d'où} \\ \alpha^*(x, \theta) &= \frac{1}{x(1 + \theta) - \omega(x, \theta)} \left[ \mu + \lambda \frac{f_e(x|e)}{f(x|e)} \right] \end{aligned}$$

où  $\mu$  et  $\lambda$  sont les multiplicateurs de Lagrange respectivement associés à la contrainte d'incitation et à celle de participation (avec  $\mu > 0$  et  $\lambda > 0$ ).

Compte tenu des solutions du programme PP, nous pouvons en déduire l'expression de la rémunération globale. En remplaçant  $\omega(x, \theta)$  et  $\alpha(x, \theta)$  par  $\omega^*(x, \theta)$  et  $\alpha^*(x, \theta)$ , nous obtenons ainsi<sup>22</sup> :

$$R_{PP}^*(x) = \omega^*(x, \theta) + \alpha^*(x, \theta)[x(1 + \theta) - \omega^*(x, \theta)] = \mu + \lambda \frac{f_e(x|e)}{f(x|e)}$$

Le principal va anticiper des valeurs de l'aléa et de la production,  $\hat{\theta}$  et  $\hat{x}$ . On a :

$$R_{PP}^*(\hat{x}) = \omega^*(\hat{x}, \hat{\theta}) + \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})[\hat{x}(1 + \hat{\theta}) - \omega^*(\hat{x}, \hat{\theta})]$$

---

<sup>22</sup> Autrement dit, si le principal pouvait faire dépendre le salaire de l'agent de la réalisation de  $\theta$  -i.e.  $\theta$  soit observable ou non par l'agent- alors l'agent obtiendrait le même revenu (en cas d'atteinte du seuil de déclenchement) que dans le contrat SV.

En reprenant les solutions du programme PP,  $\alpha^*(x, \theta)$  et  $\omega^*(x, \theta)$ , nous obtenons ainsi les expressions du paramètre de partage du profit, fonction de  $\omega(\hat{x}, \hat{\theta})$ , et du salaire de base (en remplaçant  $\hat{x}$  par sa valeur *ex post*  $x_{ep}$ ) annoncés à la date 0 :

$$\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta}) = \alpha(\hat{x}, \hat{\theta}) = \frac{1}{\hat{x}(1 + \hat{\theta}) - \omega^*(\hat{x}, \hat{\theta})} \left[ \mu + \lambda \frac{f_e(\hat{x}/e)}{f(\hat{x}/e)} \right]$$

$$\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta}) = \frac{1}{1 - \alpha(\hat{x}, \hat{\theta})} \left[ \mu + \lambda \frac{f_e(x_{ep}/e)}{f(x_{ep}/e)} - \alpha(\hat{x}, \hat{\theta})x_{ep}(1 + \hat{\theta}) \right]$$

Mais alors,

$$\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta}) + \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})[x_{ep}(1 + \hat{\theta}) - \omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})] \text{ sera différent de } R_{PP}^*(x_{ep}).$$

Autrement dit, en annonçant  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$  et  $\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$ , le principal dévie du contrat PP optimal. La condition du MLRP étant vérifiée, l'utilité marginale du salaire est une fonction croissante de la production (et donc indirectement de l'effort) mais elle décroît avec le paramètre de partage du profit  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$ . De la même manière, l'utilité marginale de la prime résultant de la distribution du profit est une fonction croissante du résultat et décroissante du salaire. Ce résultat met en évidence le fait que les deux éléments de la rémunération globale s'influencent mutuellement et covarient en sens contraire. Cela illustre l'idée que le partage du profit et le salaire constituent deux vases communicants : une prime de partage du profit élevée (respectivement basse) est associée à un salaire de base moins élevé (respectivement moins faible).

Par ailleurs, rappelons que de la valeur  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$ , le principal en déduit le seuil de rentabilité  $\hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})$  qui conditionne le déclenchement de la prime. Ces valeurs sont définies *ex ante* à partir des anticipations de la production  $\hat{x}$  et de l'aléa  $\hat{\theta}$ . Au contraire du contrat de référence (SV), dans le contrat PP, la formule de rémunération est sensible à l'anticipation de l'aléa. La mise en place d'un système de partage du profit, tel que l'intéressement, permet ainsi à l'entreprise de faire en sorte que la rémunération globale devienne un élément indexé à  $\theta$ . Cela montre qu'un contrat fondé sur le partage du profit autorise bien le transfert d'une partie des risques du principal vers l'agent. Dans ce contexte, la question qui se pose est de savoir si la forme contractuelle PP s'avère compatible avec la volonté d'un agent risquophobe de percevoir un salaire garanti et le désir du principal de réduire son exposition aux risques. Autrement dit, compte tenu des caractéristiques annoncées par le principal, dans quelles mesures le salarié est-il prêt à partager une partie des risques induits par la signature du contrat PP ? Selon quelles modalités, le contrat PP permet-il un meilleur partage des risques comparé au contrat SV ?

## 5 La non convergence des intérêts du principal et de l'agent dans le cadre du partage du profit

### 5.1 Le point de vue de l'agent

Connaissant à présent les valeurs des caractéristiques des contrats pour SV ( $\omega_0^*(x_{ep})$ ) et pour PP ( $\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$  et  $\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})$ ), dans quelles conditions le principal peut-il mettre en place le partage du profit ? Dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques, impliquant un accroissement de la probabilité de survenance d'un choc négatif (élargissement vers la gauche de  $[\underline{\theta}; \bar{\theta}]$ ), le principal parvient à partager son profit de manière à reporter les risques sur le salarié. S'il est clair que le partage du profit apparaît bénéfique pour le principal, la question s'avère néanmoins de savoir dans quelles conditions le salarié est disposé à accepter le partage de risques associé au contrat PP. Ainsi, *ex post*, comme nous l'avons déjà mentionné, le principal observe la valeur de l'aléa qui s'est effectivement produit durant l'exécution du contrat. Sur cette base, il compare donc  $\phi_{ep}(x_{ep}, \theta_{ep})$  à  $\hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})$  et détermine si le profit peut être partagé. Le modèle suggère donc que l'anticipation  $\hat{\theta}$  et la valeur constatée de l'aléa  $\theta_{ep}$ , jouent un rôle central dans la détermination de la rémunération *ex post*. En effet, notons que si le seuil de rentabilité fixé *ex ante* est atteint<sup>23</sup> alors la rémunération *ex post* de l'agent est de la forme :

$$R_{PP,ep}^* = \mu + \lambda \frac{f_e(x_{ep}|e)}{f(x_{ep}|e)} + x_{ep} \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})(\theta_{ep} - \hat{\theta})$$

$$\text{or } \omega_0^*(x_{ep}) = \mu + \lambda \frac{f_e(x_{ep}|e)}{f(x_{ep}|e)}, \text{ d'où :}$$

$$R_{PP,ep}^* = \omega_0^*(x_{ep}) + x_{ep} \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})(\theta_{ep} - \hat{\theta})$$

De la même manière, si le seuil n'est pas atteint, l'agent perçoit *ex post*  $R_{PP,ep}^* = \omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$ .

En fait, l'étude du point de vue de l'agent suppose de considérer deux cas susceptibles de se produire dans la réalité :

- un premier problème survient lorsque l'aléa est observable *ex post* par l'agent : en effet, à partir des valeurs de la production (i.e. le chiffre d'affaires, noté CA) et du profit constatées *ex post*, le seuil de rentabilité *ex post* peut être connu. Lorsque l'agent constate ces trois paramètres, il en déduit la valeur de l'aléa qui s'est effectivement produit durant le contrat.

---

<sup>23</sup>C'est-à-dire si  $\frac{(1+\hat{\theta}_{ep})x_{ep}}{\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})} \geq \frac{(1+\hat{\theta})\hat{x}}{\omega^*(\hat{x}, \hat{\theta})}$ .

Or, même si le principal annonce le vrai  $\theta$  observé *ex post* ou si celui-ci est observable par l'agent, rien ne garantit que l'espérance d'utilité de l'agent<sup>24</sup> dans le contrat PP, à savoir :

$$EU_{PP} = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)U[\omega^*(x, \hat{\theta}) + \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})[x(1+\theta) - \omega^*(x, \hat{\theta})] \times 1_{\{\phi(x, \theta) \geq \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})\}}] dx d\theta$$

sera supérieure à son espérance d'utilité dans le contrat SV.

- ensuite, un deuxième problème peut survenir dans le cas où l'aléa n'est ni observable ni vérifiable par l'agent : le principal peut ne pas annoncer la vraie réalisation observée *ex post* de  $\theta$  (i.e. le principal peut annoncer un  $\hat{\theta}_{ep}$  différent de la vraie réalisation de  $\theta$ ). Il peut exister en effet une grande asymétrie d'information dans les grandes entreprises, en particulier en ce qui concerne sa stratégie. Nous postulons ici, que si la réalisation de  $x$  est observable par le principal et l'agent (et vérifiable par une cour de justice), l'occurrence de  $\theta$  (à savoir  $\theta_{ep}$ ) n'est ni observable ni vérifiable par l'agent. Il est simple de voir, en utilisant le théorème de Myerson-Satterwhaite (1983), qu'il n'existe aucun moyen pour l'agent (dans une analyse en mode statique) de faire révéler par le principal le vrai  $\theta_{ep}$  observé *ex post*. Dans ce contexte, nous montrerons que l'anticipation  $\hat{\theta}$  et la valeur annoncée  $\hat{\theta}_{ep}$  jouent un rôle dans la détermination de la rémunération *ex post*. Dans ce cas, la faisabilité du contrat PP se heurte à un problème de confiance concernant la révélation par le principal des vraies valeurs du choc. En effet, si l'agent ne peut ni observer, ni vérifier les annonces faites par le principal, comment peut-il s'assurer que ce dernier n'utilisera pas l'asymétrie d'information de manière stratégique ?

### 5.1.1 L'inacceptabilité de PP en cas d'observabilité de l'aléa par l'agent

Illustrons tout d'abord le premier problème. *Ex post*, lorsque le seuil de rentabilité est atteint, trois situations peuvent ainsi être considérées selon la valeur de l'aléa annoncée par le principal compte tenu de l'anticipation :

- i.  $\theta_{ep} = \hat{\theta}$  : la vraie valeur de l'aléa correspond parfaitement à son anticipation. Par conséquent, la rémunération perçue par l'agent est égale à celle qu'il aurait reçue dans le cadre SV. Dans cette situation, l'espérance d'utilité (intégrée par rapport à  $x$ , conditionnellement à  $\theta_{ep} = \hat{\theta}$ ) procurée par PP est identique à celle qu'il éprouverait avec SV. L'agent est donc indifférent entre les deux formules salariales, autrement dit :

$$EU_{PP}(\theta_{ep} = \hat{\theta}) = EU_{SV} = \underline{U}$$

---

<sup>24</sup>Elle s'écrit aussi :  $EU_{PP} = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\theta_0} f(x|e)g(\theta)U[\omega^*(x, \hat{\theta})] dx d\theta + \int_{R_+} \int_{\theta_0}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)U[\omega^*(x, \hat{\theta}) + \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})(x(1+\theta) - \omega^*(x, \hat{\theta}))] dx d\theta$  où  $\theta_0 = \frac{(1+\hat{\theta})\hat{x}\omega^*(x, \hat{\theta})}{x\omega^*(\hat{x}, \hat{\theta})} - 1$ .

Avec  $EU_{PP}(\theta_{ep} = \hat{\theta})$  et  $EU_{SV}$  les espérances d'utilité procurées respectivement par PP lorsque la vraie valeur du choc correspond à l'anticipation et par SV.

- ii.  $\theta_{ep} < \hat{\theta}$  : la valeur constatée du choc est inférieure à celle que le principal anticipe. Autrement dit, celui-ci émet des anticipations optimistes quant au choc susceptible de se produire. Nous montrons aisément que l'agent reçoit une rémunération inférieure à  $\omega_0^*(x_{ep})$ . De ce fait, ce dernier aura une préférence pour le contrat SV dans la mesure où il garantit une espérance d'utilité (intégrée par rapport à  $x$ , conditionnellement à  $\theta_{ep}$ ) supérieure, soit :

$$EU_{PP}(\theta_{ep} < \hat{\theta}) < EU_{SV}$$

$$EU_{PP}(\theta_{ep} < \hat{\theta}) < \underline{U}$$

- iii.  $\theta_{ep} > \hat{\theta}$  : l'anticipation de l'aléa est pessimiste dans la mesure où la valeur effectivement survenue est supérieure. De la même manière que précédemment, nous constatons que l'agent perçoit une rémunération supérieure à celle prévue par le contrat SV. Dans cette situation, l'agent préfère donc le contrat PP dans la mesure où l'espérance d'utilité (intégrée par rapport à  $x$ , conditionnellement à  $\theta_{ep}$ ) est supérieure :

$$EU_{PP}(\theta_{ep} > \hat{\theta}) > EU_{SV}$$

$$EU_{PP}(\theta_{ep} > \hat{\theta}) > \underline{U}$$

Outre ces trois cas, considérons la quatrième configuration, lorsque le seuil n'est pas atteint. La rémunération de l'agent est alors  $R_{PP,ep}^* = \omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$ , ce qui est plus petit que  $w_0^*(x_{ep})$ . Dans ce cas, l'agent préfère le contrat SV.

Ainsi, dans trois configurations sur quatre, du point de vue de l'agent, le contrat PP procure une espérance d'utilité inférieure à celle offerte par SV (nous aurons, comme nous le verrons plus loin, une situation symétrique en ce qui concerne le principal). De manière générale, nous pouvons supposer que, dans la mesure où le principal peut influencer<sup>25</sup> la répartition des quatre configurations possibles *via* le choix de  $\hat{\theta}$ , la distribution de probabilités de celles-ci n'est pas biaisée en faveur du seul cas offrant une espérance d'utilité dans le cas PP supérieure à celle de SV ; de sorte que l'idée de la préférence de l'agent pour SV plutôt que PP soit renforcée.

---

<sup>25</sup>En prenant par exemple  $\hat{\theta} = \theta$ . Ainsi, le principal pourra toujours choisir  $\hat{\theta}$  de telle sorte que son profit espéré dans le cas PP ( $E\Pi_{PP}$ ) soit supérieur à celui dans le cas SV ( $E\Pi_{SV}$ ).

En somme nous montrons que même en présence d'information parfaite sur la valeur du choc, le contrat PP induit un partage de risques inacceptable du point de vue de l'agent dans la mesure où celui-ci éprouve une espérance d'utilité inférieure dans le cas PP, relativement au contrat de *benchmark* (SV). Aussi, si les valeurs de l'aléa ne sont ni observables, ni vérifiables par l'agent, nos résultats ressortent-ils renforcés puisqu'au problème de la perte d'espérance d'utilité, s'ajoute celui de la confiance de l'agent envers le principal.

### 5.1.2 Le problème de confiance soulevé par PP en cas de non observabilité de l'aléa

Dans une configuration selon laquelle l'agent ne peut pas vérifier la vraie valeur de l'aléa, ne se pose-t-il pas un problème de confiance ? Comment peut-il en effet s'assurer que le principal ne ment pas sur les informations qu'il transmet ? Si celui-ci détient le pouvoir de vérifier la production *ex post*,  $x_{ep}$ , comment peut-il, en revanche, être certain que le principal n'utilisera pas de manière stratégique l'asymétrie d'information portant sur la valeur du choc ?

Le résultat précédent est généralisable au cas de la non observabilité *ex post* du choc. Il nous permet aussi de souligner le problème de confiance induit par PP. En effet, comment l'agent peut-il faire confiance au principal dans la mesure où celui-ci a intérêt à faire en sorte que le coût salarial soit le plus faible possible quelle que soit la vraie valeur de l'aléa  $\theta_{ep}$  ? Ainsi, en reprenant l'analyse des configurations (i., ii., iii.), il est simple de voir les modalités selon lesquelles l'anticipation et la valeur annoncée de l'aléa influent *ex post* sur l'espérance d'utilité de l'agent. En effet, en remplaçant  $\theta_{ep}$  par  $\hat{\theta}_{ep}$ , la valeur annoncée du choc, la rémunération *ex post*, dans le cas de la non observabilité de l'aléa (en cas d'atteinte du seuil de rentabilité exigé *ex ante*) est de la forme :

$$R_{PP,ep}^* = \omega_0^*(x_{ep}) + x_{ep}\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})(\hat{\theta}_{ep} - \hat{\theta})$$

Dans ce contexte, nous montrons aisément que le contrat PP est préféré à celui SV lorsque le principal anticipe de manière pessimiste le choc, relativement à ce qu'il annonce ( $\hat{\theta}_{ep} < \hat{\theta}$ ), autrement dit :

$$EU_{PP}(\hat{\theta}_{ep} > \hat{\theta} | \theta_{ep}) > EU_{SV}$$

$$EU_{PP}(\hat{\theta}_{ep} > \hat{\theta} | \theta_{ep}) > \underline{U}$$

Avec  $EU_{PP}(\hat{\theta}_{ep} > \hat{\theta} | \theta_{ep})$  et  $EU_{SV}$  les espérances d'utilité procurées respectivement par PP lorsque le choc annoncé est supérieur à l'anticipation alors que le choc  $\theta_{ep}$  se réalise effectivement et par SV.

Dans cette situation, l'agent préfère donc le contrat PP dans la mesure où l'espérance d'utilité (intégrée par rapport à  $x$ , conditionnellement à  $\hat{\theta}_{ep}$ ) est supérieure à celle procurée par SV.

De la même manière, une anticipation optimiste du choc ( $\hat{\theta}_{ep} < \hat{\theta}$ ), par rapport à la valeur annoncée, entraîne une préférence de l'agent pour SV au détriment de PP. Dans ce cas :

$$EU_{PP}(\hat{\theta}_{ep} < \hat{\theta} | \theta_{ep}) < EU_{SV}$$

$$EU_{PP}(\hat{\theta}_{ep} < \hat{\theta} | \theta_{ep}) < \underline{U}$$

Enfin, lorsque l'anticipation de l'aléa correspond à la valeur que le principal annonce ( $\hat{\theta}_{ep} = \hat{\theta}$ ) alors l'agent est indifférent entre les deux formules salariales :

$$EU_{PP}(\hat{\theta}_{ep} = \hat{\theta} | \theta_{ep}) = EU_{SV} = \underline{U}$$

Aussi l'agent peut-il être amené à penser que le principal a intérêt à annoncer systématiquement une valeur de l'aléa telle que son profit soit supérieur à celui qu'il obtiendrait dans le cas d'une révélation de la vraie valeur  $\theta_{ep}$ . Le salarié peut effectivement craindre que celui-ci annonce une valeur négative et extrême de l'aléa de manière à justifier le non versement de la prime par le fait que le seuil de rentabilité fixé *ex ante* n'est pas atteint. Or nous avons vu qu'en vertu du théorème de Myerson-Satterwhaite (*op.cit.*), il n'existe aucun moyen pour l'agent de faire en sorte que le principal révèle la vraie réalisation de  $\theta$ . Supposons ainsi que le principal annonce *ex post*  $\hat{\theta}_{ep} = -1$ ; cette valeur extrême étant le signe d'un choc affectant négativement la production. Dans ce contexte, nous montrons aisément que la valeur annoncée de la recette  $x_{ep}(1 + \hat{\theta}_{ep})$  est nulle. De ce fait, le seuil de rentabilité annoncé est tel qu'il s'avère inférieur à celui fixé *ex ante*. Dans ces conditions, la prime de partage du profit n'est pas déclenchée. Le salarié perçoit donc *ex post* :  $R_{PP,ep} = \omega^*(x_{ep}; -1)$ . Du point de vue du principal, cette situation extrême illustre bien l'intérêt de l'adoption du partage du profit, par rapport au contrat de *benchmark* (SV). Lorsqu'il annonce  $\hat{\theta}_{ep} = -1$  alors qu'en réalité le choc est favorable, la compression de la rémunération justifiée par le report des risques lui permet d'obtenir un profit supérieur. Ainsi, dans cette situation, nous montrons aisément que :

$$\Pi_{PP,ep}(\hat{\theta}_{ep} = -1 | \theta_{ep}) \geq \Pi_{PP,ep}(\hat{\theta}_{ep} = \theta_{ep} | \theta_{ep})$$

où  $\Pi_{PP,ep}(\hat{\theta}_{ep} = -1 | \theta_{ep})$  est le profit *ex post* résultant de l'annonce d'un choc égal à -1 alors que l'aléa effectivement survenu est  $\theta_{ep}$ ;  $\Pi_{PP,ep}(\hat{\theta}_{ep} = \theta_{ep} | \theta_{ep})$  est le profit *ex post* sachant que le choc annoncé correspond à celui qui se produit effectivement.

L'agent peut ainsi anticiper que le principal a intérêt à mentir et à annoncer systématiquement  $\hat{\theta}_{ep} = -1$  ; cette situation lui permettant de diminuer son coût salarial tout en captant la richesse créée. En outre, la spécification des contrats SV et PP implique que le salaire de base  $\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$  prévu dans le partage du profit est inférieur à celui perçu dans le contrat classique,  $\omega_0^*(x_{ep})$ . Par conséquent, dans cette situation extrême, nous voyons bien que l'utilité procurée par le contrat PP ne garantit plus un niveau correspondant à l'utilité de réserve, autrement dit :

$$EU_{PP}(\hat{\theta}_{ep} = -1) < \underline{U}$$

En somme, du point de vue de l'agent, la définition du contrat PP met en lumière deux motifs le conduisant à refuser systématiquement le partage du profit et donc à choisir le contrat SV. D'une part, lorsque l'aléa est observable, nous montrons que la survenance d'un choc négatif se traduit par un report des risques du principal vers l'agent, associé à une compression de la rémunération. L'utilité procurée par le contrat PP devient inférieure à celle de SV et à l'utilité de réservation. D'autre part, en cas d'observabilité de l'aléa, si l'agent soupçonne le principal de mentir systématiquement sur la vraie valeur de l'aléa, le contrat PP apparaît d'autant plus inacceptable. Dans une configuration où l'agent anticipe que l'aléa annoncé est égal à  $-1$  alors qu'en réalité celui-ci est positif, le principal capte alors l'ensemble de la richesse créée tout en reportant les effets négatifs d'un choc défavorable sur la rémunération. L'existence d'une asymétrie d'information sur la valeur du choc  $\theta$  souligne ainsi le problème de confiance auquel sont confrontés l'agent et le principal. La perspective d'une perte d'espérance d'utilité (que l'aléa soit observable ou non) conjuguée à un problème de révélation lorsque l'agent ne dispose d'aucun moyen pour contrôler les informations transmises par le principal entraîne ainsi la non signature du contrat PP par l'agent.

## 5.2 Le point de vue du principal

Si le contrat PP apparaît inacceptable pour l'agent, il est très profitable pour le principal : contrairement au contrat SV, PP lui offre la possibilité de reporter les risques vers le salarié en cas de survenance d'un choc négatif. De ce fait, le principal peut ainsi augmenter le profit afin de satisfaire les exigences susceptibles d'être imposées par les actionnaires institutionnels, dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques.

Illustrons notre propos : en choisissant judicieusement  $\hat{\theta}$ , le principal aura une espérance de profit dans le cas PP,  $E\Pi_{PP}$ <sup>26</sup>, supérieure à celle procurée par SV,  $E\Pi_{SV}$ . Si le seuil de rentabilité exigé *ex ante* est atteint alors trois configurations sont envisageables :

- i.  $\theta_{ep} = \hat{\theta}$  : la valeur du choc qui se réalise correspond exactement à celle anticipée par le principal. Dans cette situation, comme nous l'avons vu, le coût salarial est le même quel que soit le contrat considéré (SV ou PP). Il en résulte que l'espérance de profit (intégrée par rapport à  $x$ , conditionnellement à  $\theta_{ep}$ ) est équivalente pour SV et PP :

$$E\Pi_{PP}(\theta_{ep} = \hat{\theta}) = E\Pi_{SV}$$

- ii.  $\theta_{ep} < \hat{\theta}$  : le principal a anticipé une valeur du choc supérieure à celle qui se réalise effectivement. Dans ce cadre, l'espérance du profit (intégrée par rapport à  $x$ , conditionnellement à  $\theta_{ep}$ ) procurée par le contrat PP dépasse celle offerte par SV :

$$E\Pi_{PP}(\theta_{ep} < \hat{\theta}) > E\Pi_{SV}$$

- iii.  $\theta_{ep} > \hat{\theta}$  : la valeur constatée *ex post* excède l'anticipation du principal. Autrement dit, celui-ci a anticipé de manière pessimiste le choc susceptible de se réaliser. On montre alors que l'espérance de profit (intégrée par rapport à  $x$ , conditionnellement à  $\theta_{ep}$ ) dans le cas PP est inférieure à celle prévue par SV :

$$E\Pi_{PP}(\theta_{ep} > \hat{\theta}) < E\Pi_{SV}$$

Outre ces trois configurations, considérons à présent celle dans laquelle le seuil de rentabilité exigé *ex ante* n'est pas atteint. Dans ce cadre, la prime de partage du profit n'est pas versée et le salarié ne perçoit que son salaire de base,  $\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta})$ . Or  $\omega^*(x_{ep}, \hat{\theta}) < \omega_0^*(x_{ep})$ , par conséquent l'espérance de profit procurée par le contrat PP est supérieure à celle de SV. Ainsi, dans trois configurations sur quatre, du point de vue du principal, le contrat PP procure une espérance de profit supérieure à celle offerte par SV. De manière générale, le principal choisira à bon escient  $\hat{\theta}$  (par exemple,  $\hat{\theta} = \bar{\theta}$ ) telle que la distribution de probabilités des quatre configurations possibles n'est pas biaisée en défaveur des trois cas offrant une espérance de profit dans le cas PP supérieure à SV ; de sorte que l'idée de la préférence du principal pour PP plutôt que SV soit renforcée. Or, l'analyse du point de vue de l'agent suggère que la faisabilité du contrat PP se heurte au problème de la non convergence des intérêts des deux parties au contrat même en l'absence d'asymétrie d'information concernant le choc.

---

<sup>26</sup>  $E\Pi_{PP} = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)[x(1 + \theta) - \omega^*(x, \hat{\theta}) - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})[x(1 + \theta) - \omega^*(x, \hat{\theta})] \times 1_{\{\phi(x, \theta) \geq \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})\}}] dx d\theta$

De plus, lorsque l'aléa n'est ni observable, ni vérifiable, il se pose un problème de confiance de l'agent envers le principal. Si le partage du profit apparaît profitable pour le principal dans la mesure où il peut satisfaire les intérêts des actionnaires institutionnels, ce dernier ne risque-t-il pas de leur laisser un pouvoir trop important ? Par ailleurs comment peut-il rendre ce contrat acceptable du point de vue du salarié ? Comment assurer en effet la convergence des intérêts, *a priori* contradictoires, des deux parties ? Quel dispositif le principal doit-il mettre en place afin de rendre acceptable le contrat PP ? Le PEE n'apparaît-il pas comme un outil judicieux permettant d'une part de compenser la perte d'utilité espérée subie par l'agent dans le cas PP, d'autre part de former un contre-poids face à la montée en puissance des acteurs financiers ? Dans ce contexte, l'objet de la section 6 est de présenter le PEE comme une solution aux interrogations soulevées plus haut.

## 6 L'épargne salariale, un outil rendant possible le contrat fondé sur le partage du profit

La résolution du problème de la non convergence des intérêts de l'agent et du principal, même en cas d'annonce sincère de la part de ce dernier nous invite à rechercher les conditions de faisabilité du contrat PP. Nous montrons qu'une condition *nécessaire* pour rendre viable ce type de dispositif est telle que le surplus espéré dégagé ( $S_P = E\Pi_{PP} - E\Pi_{SV}$ )<sup>27</sup> par le principal soit suffisamment grand de manière à combler le déficit espéré de l'agent ( $D_A = EU_{PP} - \underline{U}$ )<sup>28</sup>. Cette procédure de compensation est *suffisante* puisque nous montrerons qu'elle résout aussi bien le problème de non convergence des intérêts que celui de la confiance de l'agent envers les annonces du principal (concernant la valeur *ex post* de  $\theta$  lorsque le choc n'est pas observable). Outre l'atteinte de l'objectif de partage des risques, nous montrerons qu'elle permet également au principal d'en atteindre un autre : la stabilisation d'une partie de son actionnariat afin d'équilibrer les rapports de force entre acteurs financiers, l'agent et lui-même.

---

<sup>27</sup>  $S_P = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)[x(1 + \theta) - \omega^*(x, \hat{\theta}) - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})[x(1 + \theta) - \omega^*(x, \hat{\theta})] \times 1_{\{\phi(x, \theta) \geq \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})\}}] dx d\theta - E\Pi_{SV}$

<sup>28</sup>  $D_A = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta)U[\omega^*(x, \hat{\theta}) + \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})[x(1 + \theta) - \omega^*(x, \hat{\theta})] \times 1_{\{\phi(x, \theta) \geq \hat{\phi}^*(\hat{x}, \hat{\theta})\}}] dx d\theta - \underline{U}$

## 6.1 Le plan d'épargne collective, une solution morale aux problèmes induits par le partage du profit ?

Revenons un instant sur les raisons qui conduisent l'agent à refuser systématiquement le partage du profit. D'une part, même lorsqu'il a la possibilité d'observer le choc, il subit une perte d'utilité espérée, renforçant de fait sa préférence pour le contrat de *benchmark* (SV). D'autre part, en présence d'asymétrie d'information sur l'aléa, il se pose le problème de la révélation sincère du principal des valeurs *ex post* de  $\theta$ . Or dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques, le principal n'a-t-il pas besoin du soutien de l'agent afin de limiter les risques liées à la montée en puissance des acteurs financiers ? Comment peut-il alors compenser la perte d'utilité espérée éprouvée par l'agent dans le cas PP ? Comment peut-il faire en sorte que ce dernier, en cas de non observabilité de  $\theta$ , puisse contrôler ses annonces ? Afin de résoudre les problèmes induits par PP, plusieurs moyens peuvent être envisagés :

- *l'amélioration du dialogue social* : la confiance entre les deux parties peut être établie si le dialogue social est amélioré. Ce cadre doit être tel que l'agent puisse vérifier les annonces faites par le principal. Cependant, si le nombre d'agents devient important, un tel type de relation s'avère difficile à mettre en oeuvre.
- *l'instauration d'une médiation syndicale prenant la forme d'une représentation des salariés au sein même du conseil d'administration de la firme* : dans ce cadre, les organisations syndicales, partageant les mêmes informations, contrôlent les annonces du principal. Sur ce point, l'expérience montre hélas que les syndicats n'interviennent que très rarement en tant que représentants des salariés au sein d'un conseil d'administration. En effet, la loi d'octobre 1986 a supprimé cette représentation obligatoire des salariés au conseil d'administration des anciennes entreprises publiques françaises, nouvellement privatisées. Si la législation incite fortement à l'élection d'administrateurs représentants des travailleurs, force est de constater que cette forme de représentation tend à disparaître au profit de celle des salariés-actionnaires (Allanche, 2004 ; Aglietta, 1998).
- *la présence d'un véritable leadership* (au sens de Lazear, 2005a, 2005b, 2006) *au sein de l'entreprise*<sup>29</sup> *ou d'une forte culture d'entreprise*. En effet, le charisme d'un leader suscite l'adhésion et la cohésion des salariés à la politique de l'entreprise. De la même manière la diffusion d'une forte culture d'entreprise pourrait constituer un outil facilitant l'établissement de la confiance entre salariés et dirigeant.

---

<sup>29</sup>Lorsqu'il en a les capacités, c'est le chef d'entreprise qui assume en général le leadership dans l'entreprise.

Or, ici encore, lorsque la taille de l'entreprise devient importante, il n'est pas certain que la présence de ces deux éléments suffise à résoudre les problèmes de divergence des intérêts et de confiance posés par le contrat PP.

Si ces solutions semblent, sous certaines conditions, plausibles pour instaurer une certaine confiance entre le principal et l'agent, elles ne compensent pas la baisse d'espérance d'utilité induite par PP relativement à SV. Par ailleurs, elles ne permettent pas d'assurer la protection du capital de la firme dans un environnement incertain. En effet, comme nous l'avons noté précédemment, dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques, une des priorités de l'entreprise s'avère la réduction de son exposition aux risques. De ce fait, elle cherche non seulement à partager le risque avec les salariés, mais aussi à stabiliser son capital social face « aux dangers de la prédation » (Lordon, 2003, p.102). Comme le montre la précédente modélisation, le contrat PP conduit à faire en sorte que la rémunération globale dépende des risques encourus par le principal, c'est-à-dire de  $\theta$ . En complément, en raison de ses vertus théoriques en termes de consolidation d'un noyau dur d'actionnaires, la mise en place d'un plan d'épargne entreprise ne serait-elle pas le signe d'un plus grand soutien de l'agent envers le principal face à l'influence exercée par les acteurs financiers sur la gestion de l'entreprise? Par ailleurs, ce système, attribuant aux salariés des parts de leur entreprise, *via* des fonds communs de placement, ne permet-il pas de réduire l'asymétrie d'information portant sur  $\theta$  (lorsqu'elle existe), dans la mesure où l'agent devient en quelque sorte principal?

Aussi les résultats de la modélisation nous invitent-ils à formuler l'hypothèse selon laquelle le partage des risques devient acceptable lorsque le principal met en place un plan d'épargne entreprise. A travers ce dispositif, les salariés peuvent devenir actionnaires de l'entreprise. D'une part, lorsque l'aléa n'est pas observable *ex post*, le problème de confiance à l'organisation peut être dépassé dans la mesure où, en tant qu'actionnaires, les salariés ont la possibilité de contrôler l'information transmise par le principal, en particulier celle relative au déclenchement de la prime. D'autre part, le principal bénéficie de l'appui nécessaire des salariés dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques en contrepartie d'une compensation de la perte d'utilité espérée dans le cas PP. Aussi, le PEE, apparaissant comme une solution « morale » au problème de confiance induit par PP, présente-il un double avantage : non seulement il permet de poursuivre l'objectif de stabilisation du capital des firmes mais il rend également acceptable, du point de vue de l'agent, le fait qu'une partie de la rémunération soit indexée à  $\theta$ . Compte tenu de ces éléments, nous pouvons discuter notre intuition selon laquelle le PEE constitue un outil permettant de rendre cohérente une politique de rémunération fondée sur le partage du profit.

La recherche des conditions Pareto-optimales de mise en oeuvre du partage du profit suppose donc d'explorer l'articulation de ce dispositif au plan d'épargne entreprise. Cette perspective soulève ainsi de nombreuses interrogations : Comment le principal peut-il faire en sorte que l'agent soit indifférent entre investir ou non dans son entreprise ? Dans quelles conditions le salarié s'avère prêt à verser une partie de sa rémunération dans un fonds d'épargne collective ? Comment le PEE, dispositif *a priori* coûteux (du fait de l'abondement qu'il implique), peut-il constituer un élément facilitant l'adhésion du salarié à une politique de rémunération fondée sur l'épargne salariale ?

## 6.2 Les conditions optimales de l'adhésion des salariés au PEE

L'un des intérêts de notre travail est de montrer, à travers un raisonnement simple, la cohérence entre une politique de rémunération de type PP et un dispositif favorisant l'actionnariat des salariés : la firme utilise PP pour partager une partie des risques avec les travailleurs (et donc satisfaire les exigences des actionnaires) et utilise le surplus ainsi généré pour financer le coût lié au fonctionnement d'un PEE. Parallèlement, la promotion de l'actionnariat salarié favorise la régulation des pouvoirs des différentes parties prenantes à l'organisation. En outre, ce dispositif permet à la firme de résoudre le problème de confiance, lié à l'existence d'une asymétrie de l'information concernant  $\theta$  et, donc de mettre en oeuvre PP. Aussi, cette solution nous semble-t-elle en adéquation avec les pratiques actuelles des entreprises<sup>30</sup>. Une enquête réalisée en 1999 par Altédia et la COB (citée par Balligand et de Foucault, 2000) approuve d'ailleurs cette idée : parmi les arguments avancés en faveur de l'actionnariat des salariés, la constitution d'un noyau dur d'actionnaires pour les préserver d'actions boursières hostiles préoccupe 51% des entreprises interrogées. On comprend alors le regain d'intérêt pour ces dispositifs autorisant à la fois le partage des risques et la protection du capital des entreprises. Face à la montée en puissance des marchés financiers sur le marché du travail depuis 1980 (et surtout depuis 1990), les entreprises développent en effet des outils favorisant l'actionnariat des salariés et offrant une certaine souplesse à la masse salariale. Dans ce contexte, notre propos est de souligner comment une politique de rémunération fondée sur l'épargne salariale devient cohérente dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques.

---

<sup>30</sup>Selon un rapport du sénat, « les contraintes de compétitivité imposent aux entreprises une stricte maîtrise des coûts. Les politiques salariales sont donc plus rigoureuses. Dans ce contexte, l'actionnariat salarié, tout comme les autres systèmes de participation financière, permet de compenser en partie la faible évolution des salaires en assurant au salarié un salaire « différé ». Il permet d'augmenter le revenu des salariés sans alourdir la masse salariale ni menacer la compétitivité » (Chérioux, 1999).

Tandis que le partage du profit permet un certain partage des risques, le PEE contribue à la protection des entreprises face à l'influence de la norme financière véhiculée par les investisseurs institutionnels.

L'objet de cette sous-section s'avère donc d'identifier les modalités selon lesquelles l'instauration d'un PEE peut susciter l'adhésion de l'agent au dispositif PP. Pour cela, en complément de la modélisation proposée (qui rappelons-le est statique), nous introduisons des hypothèses supplémentaires :

- la firme est une société par actions ;
- chaque salarié-actionnaire reçoit une fraction du profit proportionnelle aux parts du capital qu'il détient ;
- le salarié investit uniquement une part de sa prime de partage du profit dans le PEE<sup>31</sup> ;
- le fait de détenir une action n'entraîne pas l'apparition de risques supplémentaires pour le salarié ;
- l'achat par le salarié d'actions se fait consécutivement à une augmentation de capital.

Ainsi, afin de résoudre simultanément le problème de la non convergence des intérêts du principal et de l'agent, le problème de confiance, et le problème de la stabilisation du capital de l'entreprise, une solution qui s'offre au principal consiste à offrir un service d'épargne collective. Or sa mise en oeuvre implique un coût lié au fonctionnement du PEE. Dans ce contexte, nous considérons que le surplus de profit généré par le contrat PP permet de financer le décote sur le prix de l'action et d'encourager l'agent à verser une partie de sa rémunération dans le PEE, *via* l'abondement.

Notons  $S$ , le surplus net espéré par le principal lorsqu'il décide de mettre en place PP, alors :

$$S = S_P - |D_A| \text{ avec } S \geq 0$$

L'objet de notre propos est de montrer que le principal peut utiliser ce surplus net afin de rétablir la cohérence interne du dispositif de partage de profit ; celle-ci supposant le financement de la solution aux problèmes d'asymétrie d'information portant sur l'aléa  $\theta$  et de la non convergence des intérêts du principal et de l'agent, tout en atteignant l'objectif de stabilisation de l'actionnariat de la firme. Pour cela, nous supposons que si l'agent investit une fraction  $\epsilon$  de sa prime de partage du profit en parts de l'entreprise, il retire  $\beta(\epsilon)$ .

---

<sup>31</sup>Autrement dit, l'agent n'investit pas une part de son salaire de base  $\omega^*(x, \hat{\theta})$ . Cette hypothèse ne semble pas très restrictive puisque d'après l'enquête PIPA, sur l'ensemble des versements effectués dans les PEE en France en 2004 : 25,5 % des sommes proviennent de l'intéressement, 37,7% de la participation et 21,2% du salaire mensuel tandis que l'abondement offert par les entreprises représente 15,6% des investissements. Au total, les primes de partage du profit représentent 63,2% des fonds épargnés (DARES, *op.cit.*).

Afin de déterminer  $\epsilon$ , l'agent considère l'utilité de son revenu,  $R(\epsilon)$ . En reprenant l'expression de la prime et du profit dans le contrat PP, nous en déduisons que le bénéfice de l'agent est :

$$B = \left[ (1 + \theta)x - \omega^*(x, \hat{\theta}) \right] \left[ \beta(\epsilon)(1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})) - \epsilon\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta}) \right]$$

Et l'expression de la rémunération  $R(\epsilon)$  est :

$$R(\epsilon) = \omega^*(x, \hat{\theta}) + \left[ \beta(\epsilon)(1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})) + (1 - \epsilon)\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta}) \right] \left[ (1 + \theta)x - \omega^*(x, \hat{\theta}) \right]$$

où  $\beta(\epsilon)$  représente en fait la proportion du profit revenant au principal et qui est redistribuée à l'agent en contrepartie de l'investissement de la part  $\epsilon$  de sa prime. Par ailleurs,  $0 \leq \beta(\epsilon) \leq 1$ ,  $0 \leq \epsilon \leq 1$  et  $\beta(\epsilon)$  est strictement croissante en  $\epsilon$  sur  $[0, 1]$ .

Bien entendu, on supposera <sup>32</sup> que :

$$\frac{S}{[1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})] \iint f(x|e)g(\theta)[(1 + \theta)x - \omega^*(x, \hat{\theta})] dx d\theta} \geq \beta(\epsilon) \geq \epsilon \frac{\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})}{1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})}$$

Le principal va, *tout d'abord*, déterminer  $\beta(\epsilon)$  de telle sorte que l'espérance d'utilité de l'agent,  $EU(R(\epsilon))$ , (i.e l'espérance d'utilité après compensation) soit égale à  $\underline{U}$ . *Ensuite*, l'agent détermine la fraction optimale  $\epsilon^*$  de sa prime de partage du profit qu'il souhaite investir en parts de l'entreprise<sup>33</sup>.

Compte tenu de ces éléments, le principal détermine une fonctionnelle  $\beta(\epsilon)$  telle que :

$$EU(R(\epsilon)) = \underline{U}$$

---

<sup>32</sup>C'est-à dire : • le partage (espéré) du profit résultant de l'investissement dans le PEE est au moins égal à la somme (espérée) initialement versée :  $\beta(\epsilon)(1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})) \iint f(x|e)g(\theta)[(1 + \theta)x - \omega^*(x, \hat{\theta})] dx d\theta \geq \epsilon\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta}) \iint f(x|e)g(\theta)[(1 + \theta)x - \omega^*(x, \hat{\theta})] dx d\theta$  • et que le surplus net (espéré) est plus grand que le partage (espéré) du profit résultant de l'investissement dans le PEE :  $S \geq \beta(\epsilon)(1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})) \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\theta_0} f(x|e)g(\theta)[(1 + \theta)x - \omega^*(x, \hat{\theta})] dx d\theta$ .

<sup>33</sup>Notons qu'ici l'agent évalue  $\epsilon^*$  en ne tenant compte que de  $EU(R(\epsilon))$ . En toute rigueur, nous devrions considérer que l'agent, en investissant dans un PEE, partage en fait une partie de la valorisation boursière de la firme, celle-ci véhiculant un nouveau risque. Dans la mesure où nous cherchons à saisir selon quelles modalités le PEE s'avère une solution morale au problème, nous ne traiterons pas le risque induit par l'investissement dans ce plan. Nous supposons que  $S$  compense le risque encouru par l'agent sur le marché financier.

C'est-à-dire :

$$\iint f(x|e)g(\theta)U\left[\omega^*(x,\hat{\theta}) + [\beta(\epsilon)(1 - \alpha^*(\hat{x},\hat{\theta})) + (1 - \epsilon)\alpha^*(\hat{x},\hat{\theta})][(1 + \theta)x - \omega^*(x,\hat{\theta})]\right] \times \\ \mathbb{1}_{\{\phi(x,\theta) \geq \hat{\phi}^*(\hat{x},\hat{\theta})\}} dx d\theta = \underline{U}$$

Soit encore :

$$\Phi(\beta(\epsilon)) = \underline{U} - A$$

où

$$\theta_0 = \frac{(1 + \hat{\theta})\hat{x}\omega^*(x, \hat{\theta})}{x\omega^*(\hat{x}, \hat{\theta})}$$

$$A = \int_{R_+} \int_{\underline{\theta}}^{\theta_0} f(x|e)g(\theta)U[\omega^*(x, \hat{\theta})] dx d\theta$$

$$\text{et } \Phi(\beta(\epsilon)) = \int_{R_+} \int_{\theta_0}^{\bar{\theta}} f(x|e)g(\theta) \\ U\left[\omega^*(x, \hat{\theta}) + [\beta(\epsilon)(1 - \alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})) + (1 - \epsilon)\alpha^*(\hat{x}, \hat{\theta})][(1 + \theta)x - \omega^*(x, \hat{\theta})]\right] dx d\theta$$

$\Phi$  ayant toutes les bonnes propriétés, notamment la continuité, la monotonie,  $\Phi(0) + A < \underline{U}$ ,  $\Phi(1) + A > \underline{U}$ , il existe bien une fonctionnelle  $\beta(\epsilon) = \Phi^{-1}(\underline{U} - A) = \Gamma(\underline{U} - A, \epsilon)$  telle que l'agent est indifférent entre le dispositif PP associé au PEE et le schéma SV. Bien entendu, cette fonctionnelle assure que l'agent investira une part  $\epsilon^*$  non nulle. En effet, en l'absence d'investissement dans le PEE, son utilité espérée serait inférieure.

Nous venons ainsi de montrer comment un plan d'épargne collective permet au principal de rétablir la cohérence interne du schéma PP, tout en remplissant son objectif de stabilisation de l'actionnariat. Dans ce cadre, si le surplus généré par PP, relativement à SV, est suffisamment grand (i.e la part du coût de fonctionnement du PEE dans le profit total est inférieure à la part optimale  $\beta(\epsilon)$  exigée par l'agent) alors le principal peut l'utiliser pour inciter l'agent à épargner dans un PEE. Dans ce contexte, il nous semble que les problèmes induits par PP peuvent être dépassés dans la mesure où en encourageant l'actionnariat des salariés, le principal parvient à résoudre la contradiction entre protéger les intérêts des travailleurs, à la recherche d'une garantie de rémunération, et ceux des actionnaires institutionnels, désirant reporter une partie des risques encourus sur les marchés financiers. Par ailleurs, en cas de non observabilité de l'aléa *ex post*, le PEE règle le problème de révélation puisqu'il contribue à réduire l'asymétrie d'information concernant l'aléa  $\theta$ . Une politique de rémunération fondée sur l'épargne salariale prend alors toute sa cohérence : elle rend acceptable le partage des risques induit par PP tout en promouvant le développement de l'actionnariat salarié.

### 6.3 Analyse des prédictions testables

Ainsi la modélisation propose d'examiner les conditions optimales d'une politique de rémunération fondée sur l'épargne salariale. La thèse principale développe l'idée selon laquelle un tel contrat n'est pas construit comme un mécanisme incitatif pur mais plutôt comme un dispositif de report partiel des risques vers l'agent et de stabilisation du capital. Aussi l'un des intérêts de notre travail réside-t-il dans les prédictions à tester concernant l'influence d'un tel contrat sur le niveau de profit, l'effort du salarié, et sur la définition des règles salariales.

Tout d'abord, les résultats du modèle suggèrent que ce dispositif influence de manière significative la composition de la rémunération totale du salarié. Si celui-ci apparaît indifférent entre le contrat SV et le contrat PP associé à un PEE, c'est la nature même de sa rémunération qui se trouve modifiée : en espérance, l'utilité du salarié est équivalente dans les deux cas mais son sort est davantage lié à la situation de l'entreprise et à sa valorisation boursière dans le cas PP+PEE relativement à SV. Il en découle une variabilité de la rémunération plus forte dans le cas d'un contrat fondé sur le partage du profit et le plan d'épargne entreprise (PP+PEE). Par ailleurs, les résultats prédisent que le salaire de base *ex post* conditionnellement à  $x$  est toujours supérieur dans le cas SV à celui perçu dans le cas PP+PEE. Ensuite, l'épargne salariale n'influence pas directement le niveau d'effort. Il peut néanmoins y avoir un effet indirect, *via* la sélection d'un certain type de salariés. En effet, il est possible que les entreprises, associant au mécanisme de partage du profit un plan d'épargne collective, soient celles qui attirent les salariés les plus productifs. Enfin, puisque le partage du profit autorise le transfert partiel de risques de l'actionnaire vers le salarié, le contrat PP+PEE a un impact moyen positif sur le profit de l'entreprise.

L'analyse du cas Saint-Gobain exposée à la section 2 renforce, semble-t-il, la capacité prédictive de la modélisation, en particulier en ce qui concerne les enjeux de l'épargne salariale sur la composition de la rémunération. Certes, la politique salariale s'inscrit encore dans une logique « fordienne » (*via* les conventions collectives), mais les tendances des deux dernières décennies témoignent d'une exposition plus forte des salariés aux risques encourus par l'entreprise sur les marchés financiers. Concernant une réelle influence sur le profit et sur l'effort, les informations statistiques dont nous disposons pour Saint-Gobain ne nous permettent pas d'établir de corrélations. Les résultats théoriques nous encouragent néanmoins à tester les prédictions soulevées sur des informations plus fines, en particulier des données permettant de comparer les performances (en termes de profit, d'effort et de rémunération) des salariés détenant une épargne salariale à celles de ceux n'en possédant pas.

## 7 Conclusion

Partant de l'analyse du cas Saint-Gobain, cet article se focalise sur les modalités optimales de construction d'un contrat fondé sur le partage du profit et le plan d'épargne entreprise. L'examen des déterminants et des enjeux de la diffusion de l'épargne salariale au sein de ce groupe nous permet d'illustrer l'hypothèse centrale de la modélisation. Dans un contexte de financiarisation des contraintes économiques, les grandes entreprises misent, semble-t-il, sur ce dispositif tant pour réformer leur politique de rémunération que pour attirer de nouvelles catégories d'investisseurs. Aussi, dans le cas particulier de la transnationale Saint-Gobain, conformément aux tendances nationales, l'épargne salariale constitue-t-elle l'un des moteurs de mutation du mode de formation de la rémunération. Depuis le début des années 1980, le passage du statut d'entreprise publique à celui de groupe privé, l'introduction successive des accords d'intéressement, de participation et du plan d'épargne groupe, l'accentuation de la concurrence internationale et la montée en puissance des marchés financiers ont en effet contribué à l'affaiblissement de la relation salariale fordiste au profit d'une forme davantage soumise à l'influence des variables financières. S'il est clair que l'épargne collective s'avère vertueuse pour les salariés, qui bénéficient d'un surcroît de rémunération lorsque les résultats de l'entreprise le permettent, ceux-ci sont néanmoins davantage exposés aux risques encourus sur les marchés. Compte tenu de ces éléments, nous développons un modèle de principal-agent réfléchissant sur les modalités selon lesquelles l'épargne salariale constitue un mécanisme de report partiel des risques des actionnaires vers les salariés (i.e. pour satisfaire les exigences de rentabilité des actionnaires) et de stabilisation du capital (i.e. afin de constituer un noyau stable d'actionnariat salarié limitant un pouvoir trop fort des investisseurs institutionnels).

Pour cela, nous étudions tout d'abord les enjeux du partage du profit sur les caractéristiques du contrat, en termes de partage des risques. Suite au succès des idées de Weitzman, ce dispositif est souvent analysé comme un outil d'incitation à l'effort et à une coopération accrue entre les travailleurs, pouvant conduire à des gains de productivité. Au-delà de cette perspective, notre hypothèse de travail consiste à avancer que la mise en oeuvre du partage du profit résulte moins d'une incitation à l'effort que de la volonté d'un employeur de transférer une partie des risques vers le salarié, *via* un mode de rémunération approprié. La modélisation compare donc deux contrats incitatifs; l'un, nous servant de *benchmark* (contrat incitatif SV), reliant le salaire au résultat; l'autre fondé sur le partage des bénéfices (contrat incitatif PP).

Dans un premier temps, nous montrons que le système de rémunération de référence conduit finalement à rémunérer le salarié uniquement et indirectement en fonction de l'effort qu'il consent au travail ; l'effort et l'aléa étant indépendants. Par ailleurs, nous vérifions l'intuition selon laquelle un contrat fondé sur le partage du profit permet au principal de faire en sorte que la rémunération globale soit sensible aux risques encourus par l'entreprise. Ainsi, puisqu'un tel dispositif autorise le report partiel des risques, il parvient à satisfaire les exigences des actionnaires en augmentant le surplus espéré. De manière symétrique, du point de vue de l'agent, la perte d'utilité espérée, relativement au contrat incitatif SV, le conduit à refuser systématiquement un tel contrat. De plus, lorsqu'il ne peut ni observer ni vérifier la vraie valeur du choc, rien ne garantit que le principal n'utilise pas de manière stratégique l'asymétrie d'informations concernant l'aléa ; de sorte que sa préférence pour le contrat de *benchmark* est renforcée.

Aussi ces premiers résultats nous invitent-ils à étudier l'articulation du dispositif de partage du profit à un plan d'épargne entreprise. En effet, la mise en place de ce dernier dispositif, *a priori* coûteux pour l'entreprise, permet, semble-t-il, de dépasser de manière « morale » les problèmes de non convergence des intérêts et de confiance induits par le partage du profit (contrat incitatif PP). Dans ce contexte, nous montrons que si le surplus espéré généré par PP relativement au contrat incitatif SV est suffisamment grand, le principal a intérêt à l'utiliser pour financer le coût de fonctionnement du plan d'épargne entreprise et compenser la perte d'utilité espérée subie par l'agent dans le cas PP (relativement à SV). Dans ce contexte, l'épargne salariale devient une politique de rémunération cohérente : elle autorise à la fois le report partiel des risques et la stabilisation du capital. Le partage du profit permet ainsi de satisfaire les exigences de rentabilité des actionnaires, *via* une exposition des salariés aux risques encourus par l'entreprise. En complément, le plan d'épargne collective, rendant acceptable le partage du profit, constitue un moyen pour le principal de stabiliser une partie de son capital face à la pression exercée par les acteurs financiers.

## Références bibliographiques

- Aglietta M., 1998, *Le capitalisme de demain*, Paris, Notes de la fondation Saint-Simon.
- Aglietta M., Rebérioux A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- Allanche P., 2004, « Légitimité et gouvernance d'entreprise. Bilan d'expérience d'un administrateur salarié », communication au Colloque « Enjeux du management responsable », Université Catholique de Lyon, 18 et 19 juin.
- Artus P., Debonneuil M., 1999, *Architecture financière internationale*, Conseil d'Analyse Economique, Paris, la Documentation Française.
- Balligand J-P., Foucault (de) J-B., 2000, « L'épargne salariale au coeur du contrat social », Rapport au premier ministre, Ministère de l'Economie, des finances et de l'industrie, Paris, janvier.
- Beffa J-L., Boyer R., Touffut J-P., 1999, *Les relations salariales en France. Entreprises, marchés financiers et salariés*, Paris, Notes de la fondation Saint-Simon.
- Beffa J-L., Lomba C., 2002, « La construction d'une stratégie de profit. Le cas du groupe Saint-Gobain », Contribution pour la 5ème conférence du Centre Saint-Gobain pour la recherche en Economie, *Les changements dans l'organisation des entreprises*, 7 et 8 novembre, Paris.
- Boyer R., 1994, « Des réformes salariales impulsées par l'Etat : trois paradoxes de la politique des revenus en France », in Boyer R., Dore R. (dir.), *Les politiques de revenus en Europe*, Paris, La découverte, p. 50-74.
- Cable J.R., Fitzroy F.R., 1980, « Productive Efficiency, Incentives and Employee Participation : some Preliminary Result for West-Germany », *Kyklos*, vol.33, p.100-121.
- Cahuc P., Dormont B., 1992, « L'intéressement en France : allègement du coût salarial ou incitation à l'effort ? », *Economie et Statistique*, no.257, septembre, p.35-43.

Cahuc P., Dormont B., 1997, « Profit-sharing : Does it increase Productivity and Employment ? A Theoretical Model and Empirical Evidence of French Micro Data », *Labour Economics*, vol.4, no.3, p.293-319.

Chaput H., Koubi M., Van Puymbroeck C., DARES, 2006, « Epargne salariale : des pratiques différenciées selon les entreprises et les salariés » in *Les salaires en France*, Edition 2006, Paris, INSEE, p.63-76.

Chesnais F., Sauviat C., 2000, « Les transformations du rapport salarial dans le régime d'accumulation financiarisé », Note no.12, Institut d'Economie de l'Université fédérale de Rio de Janeiro, décembre.

Chérioux J., 1999, *L'actionnariat salarié*, rapport d'information no.500 de la commission des affaires sociales du sénat, Paris.

Conseil supérieur de la participation, 2005, *La participation financière*, Rapport annuel du Conseil supérieur de la participation pour 2004/2005, Ministère de l'emploi, de la cohésion sociale et du logement, Paris, La Documentation française, décembre.

Cornut-Gentile F., Gofrain J., 2005, « La participation : une ambition pour tous », Rapport au Premier ministre, Paris, septembre.

Cupaiuolo E., Del Boca A., 1998, « Why do Firms introduce Financial Participation ? Economic Analysis », *Journal of Enterprise and Participation*, vol.1, no.3, p.231-237.

Dares, 2006, « L'épargne salariale en 2004 : 12,7 milliards d'euros distribués à 6,4 millions de salariés », *Premières informations et premières synthèses*, no.39.2, septembre.

Desbrières P., 2002, « les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, nov-déc, no.141, p.255-280.

Desplat R., Jamet S., Passeron V., Romans F., 2003, « La modération salariale en France », *Economie et Statistique*, no.367, février, p.39-67.

Fakhfakh F., Perotin V., 2000, « The Effects of Profit Sharing Schemes on Enterprise Performance in France », *Economic Analysis*, vol.3, no.2, p.93-111.

Fitzroy F.R., Kraft K., 1986, « Profitability and Profit-sharing », *Journal of Industrial Economics*, vol.35, no.2, p.113-129.

- Fitzroy F.R., Kraft K., 1987, « Cooperation, Productivity and Profit-sharing », *Quarterly Journal of Economics*, vol.102, février, p.23-35.
- Holmström B., 1979, « Moral Hazard and Observability », *Bell Journal of Economics*, no.10, p.74-91.
- Jensen M., Meckling W., 1979, « Rights and Production Functions », *Journal of Business*, no.52, p.469-506.
- Kalmi P., Pendleton A., Poutsma E., 2004, « Financial Participation : New Survey Evidence from Europe », paper for IAFEP 2004 conference, Mending the Global Economy : a Role for Economic Participation, Halifax, july 8-10, Saint Mary's University.
- Kraft K., Ugarković M., 2006, « Profit sharing and the Financial Performance of Firms : Evidence from Germany », *Economics Letters*, no.92,p.333-338.
- Kruse D., Weitzman M.L., 1990, « Profit Sharing and Productivity », in Blinder A.S. (ed.), *Paying for Productivity. A look at evidence*, Washington D.C., Brookings Institution, p.95-139.
- Kruse D., 1996, « Why do Firms adopt Profit-Sharing and Ownership Plans », *British Journal of Industrial Relations*, vol.34, no.4, p.515-548.
- Lazear, E. P., 2006, « Leadership », article présenté à la conférence CAFE 2006 (28-30 septembre) à Nuremberg.
- Lazear, E. P., 2005a, « Entrepreneurship », *Journal of Labor Economics*, vol.23, no.4, p.649-680.
- Lazear, E. P., 2005b, « Leaders and Entrepreneurs : What They Produce the Most Value », miméo Stanford University, 38 pages.
- Laffont J-J., Martimort D., 2002, *The Theory of Incentives : the Principal-Agent Model*, Princeton University Press.
- Lordon F., 2000, *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Paris, Raisons d'agir.
- Lordon F., 2003, *Et la vertu sauvera le monde...Après la débacle financière, le salut par l'« éthique » ?*, Paris, Raisons d'agir. ‘

- McNabb R., Withfield K., 1998, « The Impact of the Financial Participation and Employee Involvement on Financial Performance », *Scottish Journal of Political Economy*, no.42, p.171-188.
- Myerson R., Satterwhaite M., 1983, « Efficient Mechanisms for Bilateral Trading », *Journal of Economic Theory*, vol.28, p.265-281.
- Pendleton A., 1997, « Characteristic of Workplaces with Financial Participation : Evidence from the Workplace Industrial Survey », *Industrial Relations Journal*, vol.28, no.2, p.103-119.
- Plihon D., 2004, « Les grandes entreprises fragilisées par la finance », in Chesnais F. (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration et conséquences*, Paris, la Découverte, p. 125-145.
- Prendergast C., 1999, « The Provision of Incentives in Firms », *Journal of Economic Literature*, no.37, p.7-63.
- Prigent C., 1999, « La part des salaires dans la valeur ajoutée en France : une approche macroéconomique », *Economie et Statistique*, no. 323, mars, p.73-94.
- Ragot X., Touffut J-P, 1998, « De la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'année de la régulation*, vol.2, p.131-168, Paris, la Découverte
- Robinson M., Wilson N., 2006, « Employee Financial Participation and Productivity : An Empirical Reappraisal », *British Journal of Industrial Relations*, march, no.4, pp.31-40.
- Timbeau X., 2002, « Le partage de la valeur ajoutée en France », *Revue de l'OFCE*, no.80, p63-86.
- Weitzman, M., 1984, *The Share Economy. Conquering the Stagflation*, Cambridge, Harvard University Press.