

# Salariés, actionnaires : partager le gâteau, ou mieux partager le risque ?

La question du partage des fruits de la croissance a ressurgi des années soixante-dix, où l'on croyait l'avoir abandonnée. Loin de susciter l'admiration, les profits annoncés par les entreprises du CAC 40 sont, dans notre pays, critiqués et considérés par certains comme « indécents », spécialement dans un contexte actuel de modération salariale. L'idée d'une dégradation de la « répartition de la valeur ajoutée » semble s'être imposée.

Quelle réalité économique recouvre cet indicateur ? Qu'en est-il vraiment de ses évolutions récentes ? Peut-on parler d'une « juste » répartition et, si celle-ci existe, la politique économique doit-elle, peut-elle chercher à l'atteindre ?

Cet Amicus Curiae veut fournir au lecteur des éléments objectifs d'information sur ce sujet et contribuer à nourrir un débat dont on verra qu'il est légitime, mais qu'il mérite d'être discuté dans le contexte de l'économie du XXI<sup>e</sup> siècle, et non dans celui des années soixante-dix...



Le fonctionnement général d'une économie suit un schéma éternel. Les entreprises produisent et vendent, générant un chiffre d'affaires. Elles s'approvisionnent en matières premières qu'elles transforment grâce à leurs machines et aux savoir-faire mis en œuvre par leurs salariés - c'est la valeur ajoutée. Pour accomplir cette transformation, rien n'a changé depuis Marx : les entreprises s'appuient sur le travail, qu'elles rémunèrent sous forme de salaires, et sur le capital, qui se nourrit des profits réalisés

(entre-temps, l'État aura prélevé sa part sous forme d'impôt et taxes). L'entreprise doit donc tenir un délicat équilibre : ne pas désespérer Billancourt... tout en satisfaisant la veuve de Carpentras.

La répartition de la valeur ajoutée publiée chaque année par l'INSEE, baromètre agrégé de cette dialectique capital-travail, est vue par certains comme dangereusement déséquilibrée au détriment du facteur travail. Ils y voient la victoire du capitalisme

actionnarial « anglo-saxon » sur un modèle social français plus favorable aux salariés, et appellent les pouvoirs publics à un rééquilibrage par le biais d'une politique de hausse des salaires. Mis sur la sellette, le gouvernement s'interroge : « Quand il n'y a pas de croissance, tout le monde fait des efforts, quand la croissance revient, il faut savoir partager la croissance<sup>1</sup> ». Sur les tendances générales observées en France depuis le premier choc pétrolier, Patrick Artus et Daniel Cohen exprimaient en 1998 dans un rapport

au Premier ministre un diagnostic désormais bien établi et consensuel : « Amélioration de la part des salaires jusqu'en 1982, puis retournement en faveur du capital jusqu'à la fin des années quatre-vingt, enfin, quasi-stabilité depuis à un niveau plus favorable aux entreprises qu'avant le premier choc pétrolier »<sup>2</sup>. Depuis 1998, rien ne montre ni une dégradation soudaine de l'équilibre global, ni une anomalie de la situation de la France par rapport à ses voisins. En fait, au cours des trois dernières années, la part des salaires dans la valeur ajoutée a légèrement progressé et son niveau actuel est très proche de la moyenne observée sur les dix dernières années. Comme le constate l'économiste français Philippe Askenazy<sup>3</sup>, la situation de la France au regard du partage de la valeur ajoutée, est, aujourd'hui, très comparable à celle des autres grands pays industrialisés<sup>4</sup>. N'oublions pas, en outre, que l'indicateur agrégé cache des tendances très différentes entre secteurs d'activités et entre grandes et petites entreprises (en 2003, les salariés des petites entreprises s'en sont mieux sortis que ceux des grandes<sup>5</sup>).

D'un autre côté, les gains réalisés par les actionnaires des entreprises françaises (dividendes et gains en capitaux), sont bien moins fracassants que ce que le brouhaha médiatique autour du « scandale des profits » pourrait laisser supposer : investir il y a un an 100 euros sur l'indice CAC 40 aurait rapporté aujourd'hui tout juste 10,50 euros avant taxe, rendement qui n'est absolument pas exceptionnel au regard des valeurs historiques, surtout après plusieurs années de baisse de 2001 à 2003. L'indice CAC 40 reste inférieur de plus

de 20 % à sa valeur d'il y a 4 ans. Il n'en va heureusement pas de même des salaires !

**Il n'y a objectivement aucune raison de se préoccuper aujourd'hui en France de l'urgence de la question du partage de la valeur ajoutée.**

### Les déterminants économiques du partage de la valeur ajoutée

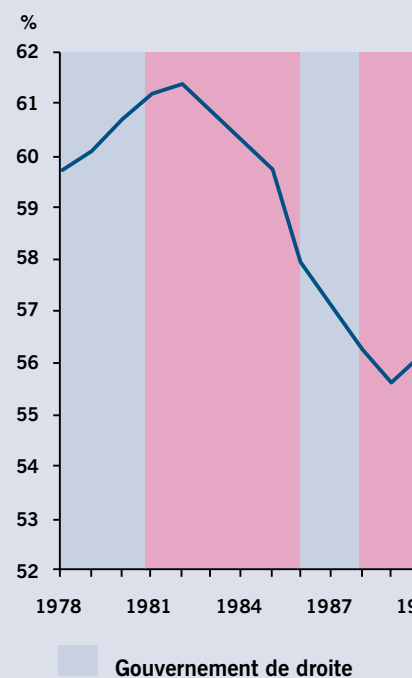
On pourrait nous objecter que la part des salaires dans la valeur ajoutée est plus faible aujourd'hui que dans les années soixante. C'est vrai... mais ce n'est pas pour autant que le capital est devenu plus puissant. En fait, cette évolution est même la **conséquence paradoxale et perverse du renforcement par les pouvoirs publics, au cours des années soixante-dix, de la position des salariés vis-à-vis du capital**. À la suite des chocs pétroliers, les dispositifs de protection de l'emploi se sont accumulés jusqu'au milieu des années quatre-vingt (hausses brutales du salaire minimum, encadrement strict du licenciement et de la durée du travail). À court terme (de 1975 à 1982), ces politiques ont eu l'effet protecteur voulu mais, à long terme (à partir de 1982), elles se sont retournées contre les salariés, pesant sur les salaires et dopant le niveau du chômage<sup>6</sup>.

Dans un premier temps, les détenteurs du capital ont bien été perdants puisque les réformes du marché du travail ont permis aux salariés d'exiger davantage de leurs patrons au moment de la négociation salariale. Mais, très rapidement, les actionnaires se sont adaptés à ce nouvel environnement, par exemple en automatisant plus fortement qu'ailleurs (ou qu'avant) leurs processus de fabrication. Le système productif

## LA CAPACITÉ DES GOUVERNEMENTS À RÉPARTIR LA VALEUR AJOUTÉE

### Évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée

Source : INSEE



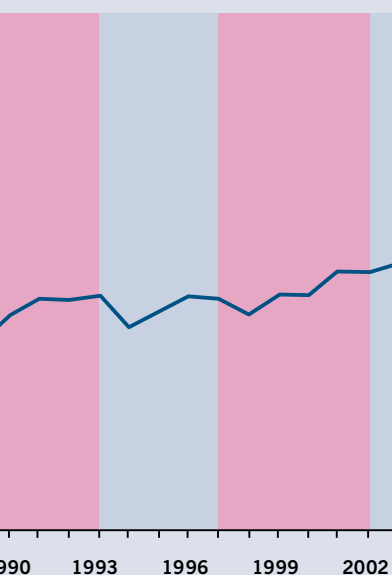
français a ainsi appris à se « passer de salariés » et, très logiquement, la part du travail dans la valeur ajoutée s'est réduite, moins faute de rémunérations décentes pour les salariés... que faute de salariés !

Deuxième enseignement de la théorie économique : il est tout à fait normal que la part des profits dans la valeur ajoutée croisse systématiquement dans les périodes où l'économie se porte bien. C'est la contrepartie naturelle du fait que les capitalistes « assurent » les travailleurs contre les ralentissements de

2 - P. Artus et D. Cohen, Le partage de la valeur ajoutée, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, 1998 • 3 - P. Askenazy, Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et aux États-Unis : une réévaluation, Économie et Statistique, 2003 • 4 - In Le Monde, mars 2005 • 5 - La situation des entreprises industrielles, bilan 2003 – Bulletin de la Banque de France, septembre 2004 • 6 - Pour des exposés plus académiques de cette thèse, désormais bien établie parmi les économistes, voir par exemple O. Blanchard, The medium run, Brookings Papers on Economic Activity, 2000 et R. Caballero et M. Hammour, Jobless Growth : Appropriability, Factor Stabilization and Unemployment, Journal of Political Economy, 1997

## CHANGEMENTS À INFLUENCER DIRECTEMENT LA PART DES SALAIRES DANS LA VALEUR AJOUTÉE EST LIMITÉE

Graphique



■ Gouvernement de gauche

1 Après une chute vertigineuse entre 1982 et 1989, la part des salaires dans la valeur ajoutée s'est stabilisée depuis le début des années quatre-vingt-dix.

2 L'observation de l'évolution de l'équilibre entre salaires et profits sur les 25 dernières années montre que la capacité des gouvernements à l'influencer directement conformément à leurs promesses électorales est pour le moins incertaine.

**Symptomatique :** c'est sous des gouvernements qui avaient fait de la défense des salariés leur priorité que le rapport, suivant une tendance mondiale, s'est déséquilibré le plus significativement à leur détriment.

l'économie en acceptant, durant les crises, des pertes en capital. Il est donc absurde de voir dans les profits importants des entreprises une année donnée la victoire définitive du capital sur le travail. Si les salaires représentaient une part constante de la valeur ajoutée, cela signifierait que les salaires seraient plus faibles en bas de cycle. Le fait que les salaires fluctuent nettement moins que les profits constitue en fait ce que les économistes appellent un « partage optimal du risque ». Autrement dit, il est essentiel de garder en tête dans les années fastes ce que serait la contrepartie d'un transfert ponctuel vers les salariés : pour éviter une hausse du coût moyen

du travail, il faudrait se résoudre à imposer, pendant les périodes où l'entreprise est moins profitable, des salaires plus bas. Cette baisse de revenu des ménages dans les périodes de ralentissement aurait un coût humain, macroéconomique et social injustifié.

Finalement, il faut souligner ici, parce qu'on l'oublie si souvent chez nous, que la croissance globale de la richesse à partager a au moins autant d'importance, pour les revenus des salariés, que les évolutions des conditions de son partage. Dans une économie qui croît de 5 % par an, le revenu du salarié moyen croît évidemment de 5 % si le partage

travail-profit reste stable. Dans une économie qui croît de 2 % seulement, pour que le revenu des salariés croisse des mêmes 5 %, il faut que 90 % de la croissance (c'est-à-dire de la valeur ajoutée additionnelle) aille vers les salariés, contre 10 % vers le capital. Dit autrement, moins l'économie croît, et plus les salariés sont incités à négocier âprement la répartition pour sauvegarder leurs revenus – mais plus ils concourent alors à hypothéquer leur propre avenir. Au regard de l'**atonie de la croissance française depuis dix ans (1 point de moins en moyenne chaque année que la Grande-Bretagne)**, on ne s'étonnera pas que les négociations soient aujourd'hui particulièrement féroces...

**Salaires et profits répondent à des logiques temporelles différentes. Il est heureux que les salaires soient moins volatils que les profits. La menace la plus préoccupante pour les salariés, ce n'est pas un « mauvais » partage de la croissance, c'est l'atonie de la croissance – qui n'est pas une fatalité.**

### Le rôle des actionnaires

Certains économistes et commentateurs, proches de l'École de la Régulation, propagent l'image d'un actionnaire tyrannique, prenant typiquement la forme d'un fond de pension (en général américain), qui forcerait les décideurs à une stratégie de « rendements de court terme » au détriment de la « vraie » logique économique<sup>7</sup>. Cette vision est généralement opposée à un passé fordiste idéalisé où les actionnaires étaient dociles, et où les dirigeants de l'entreprise servaient celle-ci dans l'intérêt de ses salariés (l'âge du capitalisme dit « managérial », analysé par l'historien américain Alfred Chandler).

Cette analyse repose sur un malentendu et aboutit à un contresens. En France,

7 - Voir par exemple F. Lordon, Fonds de Pension, Piège à Cons, coll. Raison d'Agir, Seuil

les actionnaires étaient en fait par le passé beaucoup plus puissants qu'ils ne le sont aujourd'hui. Les années soixante ont été l'âge d'or du capitalisme familial, et non celui du capitalisme managérial (comme c'était le cas aux États-Unis). L'entreprise type, même grosse, était alors encore une entreprise familiale dont la majorité était aux mains d'un actionnaire unique (généralement la famille fondatrice), directement impliqué dans le management de l'entreprise. Ayant pour ainsi dire « tous ses œufs dans le même panier », celui-ci était naturellement enclin au conservatisme financier et stratégique. Ce comportement conduisait à une relative stabilité de l'investissement, des profits et de l'emploi.

Cet actionnaire traditionnel dont la présence « incarnée » est aujourd'hui enjolivée était-il généreux dans la négociation salariale comme beaucoup semblent le penser ? La logique aussi bien que les faits portent à penser le contraire : quand le patron est l'actionnaire, il paye les salaires de sa poche ! De fait, à qualification et ancienneté égales, **les salaires sont plus faibles pour les employés des entreprises familiales** que pour ceux qui travaillent pour de grandes entreprises qui ont une base actionnariale diversifiée<sup>8</sup>. En bref, les emplois étaient plus sûrs dans ces entreprises averses au risque, mais la « générosité salariale » était très relative. Les politiques économiques adoptées à l'époque rendent témoignage de cette dureté de « l'employeur actionnaire » puisqu'elles visaient toutes à protéger l'employé dans la négociation salariale (CDI, Smic, etc.). Toute nostalgie d'un hypothétique âge d'or du salariat paraît donc déplacée.

Aujourd'hui, une grande partie des actions des grandes entreprises

françaises est détenue par des investisseurs étrangers (fonds mutuels, fonds de pension...). À la différence de l'actionnaire familial des années soixante, ces fonds sont diversifiés et la liquidité du marché d'actions leur permet de vendre quand bon leur semble. Ils sont donc beaucoup moins conservateurs car ils peuvent se couvrir contre le risque de l'entreprise en détenant d'autres actifs (actions d'autres entreprises du secteur, actions d'entreprises d'autres secteurs, immobilier, obligations d'État...). Ces nouveaux actionnaires sont donc en réalité plus enclins à accepter des projets risqués. Mais, contrairement à l'image véhiculée par certains économistes, ils sont très *passifs* : il est très rare de les voir s'investir directement dans la stratégie des entreprises. Leur pression sur l'entreprise se réduit à leur droit de « voter avec leurs pieds », c'est-à-dire de vendre (ce qui, soit dit en passant n'est pas sans poser certains problèmes en terme de gouvernement d'entreprise). Si cette pression était abusive, on devrait observer une forte hausse des rendements du capital. Là aussi, la logique économique et les faits invalident ce mythe : la diversification accrue des actionnaires et la plus grande liquidité des marchés d'actions ont conduit à une baisse et non une hausse du rendement du capital.

**C'est une simplification dangereuse de faire des actionnaires les coupables des modifications en cours. Les uns et les autres les subissent. Mais les conséquences ne sont pas les mêmes pour tous...**

### Les spécificités du nouveau conflit capital-travail

Il est cependant impossible de nier le mécontentement social dont les médias se sont fait l'écho depuis le mois de mars 2005. Comme les

salariés reçoivent toujours la même fraction du revenu national, nous pensons que leurs angoisses sont en fait liées à la montée de l'incertitude sur le marché du travail, elle-même résultant des transformations du capitalisme que nous venons d'évoquer. C'est ce conflit capital-travail d'un nouveau type qu'il faut expliquer pour trouver des réponses adéquates aux nouveaux défis.

La montée généralisée de l'incertitude sur le marché de l'emploi est pour partie liée à la transformation du capitalisme que nous avons évoquée plus haut. Comme on l'a vu, les nouveaux actionnaires pouvant largement diversifier leur risque, les entreprises sont incitées à prendre elles-mêmes davantage de risques<sup>9</sup>. Le maître mot de la stratégie d'entreprise est désormais le recentrage sur le cœur d'activité (« core business »). C'est ce qui conduit par exemple un grand pétrolier à céder sa branche chimie ou pousse un géant des produits laitiers et de l'eau à se défaire de ses activités dans les surgelés. **Ce n'est plus aux entreprises de diversifier leurs projets, puisque l'actionnaire peut le faire.** Conséquence : les profits deviennent plus volatils pour les actionnaires, (mais eux se couvrent par la diversification), tandis que le risque de perdre leur emploi augmente pour les salariés – mais eux ne peuvent pas se couvrir.

Dans un environnement dominé par la perception d'une considérable immobilité sociale et professionnelle et où les « stigmates de l'échec » peuvent être longs à cicatriser, le chômage est un drame. Dans un tel contexte, **toute déviation par rapport au statu quo ne peut être vue que comme négative** : des transformations en cours, on ne retient que l'« insécurité sociale », qui

8 - Voir D. Sraer et D. Thesmar, Performance and Behavior of Family Firms : Evidence From the French Stock Market, CEPR document paper, 2004 • 9 - Voir notamment D. Thesmar et M. Thoenig (Financial Market Liberalisation and Firm Level Uncertainty, CEPR Document Paper, 2004) qui montrent l'ampleur de ces évolutions en suivant l'attitude face au risque d'un grand nombre d'entreprises françaises et en comparant celles qui sont cotées en Bourse (dont l'actionnariat est *a priori* plus diversifié) et les autres

# SALARIÉS, ACTIONNAIRES : PARTAGER LE GÂTEAU OU MIEUX PARTAGER LE RISQUE ?

est réelle, mais jamais la dynamique et les opportunités qu'elles créent. Comment s'étonner, dès lors, que chacun s'accroche à ce qu'il considère comme un acquis d'autant plus précieux que l'incertitude est plus grande ?

Nous posons ainsi le cadre du nouveau conflit capital-travail. Sa réalité ne doit pourtant pas nous conduire à mener un combat d'arrière-garde contre les évolutions que nous avons décrites et que nous croyons inéluctables. Elles amènent, il faut le souligner, un gain global réel en terme d'efficacité économique, car les investisseurs peuvent se couvrir, rendant les investissements risqués moins coûteux, ce qui stimule l'innovation et l'emploi. Mais il faut aussi reconnaître que leur coût social peut être énorme en l'absence de filets de sécurité adaptés. C'est donc sur les modalités permettant de redistribuer les risques économiques de manière équitable que le débat doit porter.

**Le nouveau conflit capital-travail ne prend plus la forme d'une lutte pour la répartition de la valeur ajoutée : il s'opère par un transfert de plus en plus important du risque des actionnaires vers les salariés.**

## L'augmentation des salaires par intervention publique directe

Le remède le plus souvent proposé à cette évolution a le mérite de la simplicité : une augmentation massive et générale des salaires. Pourtant, si d'aventure ils souhaitaient exaucer le vœu des syndicats, les pouvoirs publics disposeraient en réalité de peu de levier d'actions. Rappelons que depuis un peu plus de vingt ans, l'État ne fixe plus le niveau des prix et des salaires. Le haut niveau du chômage chez les non-qualifiés et le niveau particulièrement faible du temps de travail des salariés français limitent les possibilités de changement dans ce domaine.

En plus des difficultés de mise en œuvre, c'est l'idée même de résoudre le problème en imposant une revalorisation générale des salaires qui est, selon nous, vouée à l'échec. Les hausses de salaires orchestrées par la puissance publique semblent être tout droit issues des années soixante. Dans le contexte du nouveau conflit capital-travail, le problème est aujourd'hui différent : c'est le risque qui a augmenté, et pas la part appropriée par les actionnaires. Une pression à la hausse exercée par les pouvoirs publics sur les salaires du privé constituerait une rigidité de plus sur un marché du travail dont la trop grande régulation est précisément la cause du déclin de la part des salaires au cours des années quatre-vingt.

**Ce n'est pas par une intervention publique directe sur les salaires qu'on peut espérer en relever durablement le niveau. Au contraire, la faiblesse des salaires est une conséquence des rigidités sur le marché du travail.**

## L'action publique : légitime si elle n'est pas brouillonne

Les pouvoirs publics ne peuvent ni ne doivent rester insensibles aux angoisses que fait naître la réallocation du risque entre salariés et actionnaires.

■ **Une première réponse des pouvoirs publics doit consister à renforcer les dispositifs assurantiels et redistributifs en échange d'une flexibilisation accrue du marché du travail.** La flexibilisation se heurte à court terme au désir naturel de protéger son emploi. Il ne faut cesser de répéter que son effet à moyen terme sera une amélioration substantielle de la vitesse de sortie du chômage. Les conclusions du rapport Cahuc-Kramarz, prenant acte de l'accroissement de l'insécurité professionnelle, offrent à cet égard des solutions concrètes pour se donner les

moyens de faciliter et d'accélérer la mobilité professionnelle. L'objectif est de dédramatiser le passage par le chômage. Parmi les éléments de ce qu'ils appellent la construction d'une véritable « Sécurité Sociale de l'Emploi », on peut mentionner la « mise en place des maisons de l'emploi pour instituer le guichet unique, le profilage des personnes ayant perdu leur emploi, et une définition [...] des parcours de reclassement adaptés à chaque profil » et la sélection d'« opérateurs, rémunérés au résultat, qui auront la charge pratique du reclassement »<sup>10</sup>.

■ Une deuxième piste consiste à **encourager la détention d'actions** par les individus, relativement faible en France, pour les faire entrer dans une logique de valorisation patrimoniale qui désactiverait partiellement la méfiance à l'égard du capital. Mais la détention d'actions doit se faire sous la forme de participation à des fonds diversifiés ou indiciels. **Encourager des employés modestes à posséder des actions de l'entreprise qui les emploie est à cet égard une fausse bonne idée.** Les salariés sont déjà surexposés aux risques propres de leur entreprise, et c'est précisément le problème qu'il faut résoudre. En faire des actionnaires directs de leur employeur serait source de tensions importantes dans les « mauvais moments » de la vie de l'entreprise (on pense par exemple aux affaires Maxwell ou Enron). Des incitations fiscales à l'épargne en actions constitueraient un dispositif propre à stimuler cette « réappropriation de l'appareil productif » par l'ensemble des citoyens. Il faut favoriser l'émergence d'investisseurs institutionnels français. Une transition progressive vers un système de retraite intégrant une dimension de capitalisation peut y contribuer. **Pour combattre le sentiment de précarisation, les pouvoirs publics doivent imaginer des mécanismes**



**assurantiels destinés à protéger les salariés. Ils doivent aussi encourager la détention d'actions par les ménages.**

## **Une pédagogie du risque : inventer des institutions et une culture qui s'accroissent de l'incertitude**

De larges mouvements de réallocation du capital et du travail sont fatals dans les années à venir, entre entreprises comme entre secteurs d'activités. Cette plus grande turbulence ne doit pas être freinée, d'abord parce qu'on ne peut la limiter qu'à très court terme (le capital, les projets entrepreneuriaux sont plus mobiles que jamais), ensuite parce qu'elle constitue une double opportunité.

Opportunité économique tout d'abord : la prise de risque, la compétition accrue entre entreprises sont créatrices de valeur et, les marchés de capitaux étant plus compétitifs, le consommateur en est l'ultime bénéficiaire.

Opportunité culturelle et sociale également : **plus que d'un partage déséquilibré de la valeur ajoutée, la société française est malade de son sur-déterminisme social.** Les chômeurs sont plus nombreux et restent plus longtemps au chômage qu'ailleurs, les CDD, stagiaires et intérimaires (dont la France détient le record mondial) ont peu de chance de voir leur poste converti en CDI et les jeunes et les travailleurs issus de l'immigration ont souvent le sentiment d'un horizon bloqué. Le plus choquant dans les inégalités à la française, c'est qu'elles se perpétuent de génération en génération.

**Le monde des statuts, des acquis et des rentes hérité de l'Après-guerre n'est plus adapté à l'incertitude croissante sur ce que seront, demain, les sources ou les lieux de création**

**et de richesse. Il faut attendre des pouvoirs publics le courage de voir dans les évolutions que nous avons décrites l'opportunité d'une redynamisation de la société française. L'incertitude, ce n'est pas seulement le risque de tomber plus bas, c'est aussi l'élargissement des possibles.**

## **Conclusion**

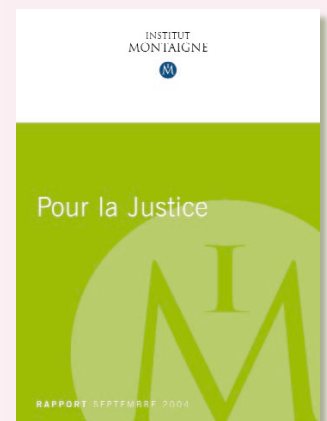
**La vieille question du « partage des fruits de la croissance » a été instrumentalisée. Le remède simpliste d'une augmentation générale des salaires s'il continue de séduire, est une illusion dans un environnement économique qui n'est plus celui des années soixante-dix. Mais, il faut reconnaître que les mutations du capitalisme ont fait porter aux salariés des risques dont ils étaient protégés jusqu'à présent. Les pouvoirs publics doivent répondre à cette évolution en protégeant au mieux les individus, en particulier les plus vulnérables, des risques courus par leur entreprise et en les associant à la meilleure rémunération du capital qui correspond à l'accroissement des risques courus par les entreprises. Il y a une contradiction malhonnête chez ceux qui déplorent à la fois l'immobilité sociale au sein de la société française et les changements en cours. Ceux-ci doivent être utilisés par les pouvoirs publics comme un levier pour redynamiser la mobilité sociale et professionnelle et donner un nouvel élan économique à la France.**

*Laurent Blivet, Augustin Landier et David Thesmar pour l'Institut Montaigne (Laurent Blivet est consultant au Boston Consulting Group, Augustin Landier est Professeur à New York University et David Thesmar est chercheur à l'École Polytechnique).*

## **DERNIÈRES PUBLICATIONS**



Un Contrôleur général pour les Finances publiques



Pour la Justice



L'entreprise et l'égalité positive par Laurent BLIVET