

L'ÉPARGNE SALARIALE AU SERVICE DE LA CREATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE

Comme nous l'avons mis en évidence, l'épargne salariale semble tiraillée entre plusieurs objectifs pas nécessairement compatibles. D'une part, les théories de la valeur actionnariale considèrent l'épargne salariale comme une rémunération sans effet incitatif, mise en place uniquement dans le but d'accroître le revenu distribué aux salariés, au détriment des actionnaires. D'autre part, des théories alternatives mobilisent l'épargne salariale comme incitation collective pour justifier une organisation de la firme prenant en compte l'intérêt des différentes parties prenantes et non pas des seuls actionnaires. Cependant, en France, l'épargne salariale s'est largement orientée vers une logique redistributive privilégiant l'intermédiation financière. Dans ce cadre, les analyses en terme d'incitation intra-firme ne peuvent expliquer, à elle seules, le développement récent de l'épargne salariale dans les entreprises françaises. Surtout que les théories de la valeur actionnariale considèrent que lorsque l'épargne salariale est mise en place dans une optique purement redistributive, celle-ci serait préjudiciable à la création de valeur actionnariale.

Pourtant, l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire domine aujourd'hui les stratégies des entreprises alors que se développe parallèlement l'épargne salariale. En fait, loin d'être opposés, le développement de l'épargne salariale et la création de valeur actionnariale sont tout à fait compatibles. En effet, l'impératif de création de valeur pour l'actionnaire impose aux entreprises de faire pression sur leur masse salariale. Dans ce cadre, la substitution des augmentations générales de salaire par de l'épargne salariale présente des avantages financiers notables pour les entreprises, du point de vue comptable, fiscal, social et économique, qui permettent de modérer et flexibiliser la masse salariale (section 1). A ces avantages, s'ajoutent ceux découlant du caractère différé de l'épargne salariale, dont le placement direct ou indirect dans l'entreprise peut contribuer à améliorer la situation financière, en limitant le besoin en fond de roulement et en permettant un renforcement des fonds propres (Section 2).

Section 1 - L'épargne salariale favorise la modération salariale dans le cadre de la valeur actionnariale

Le développement de l'épargne salariale est indissociable du mouvement de financiarisation de l'économie. Celui-ci se traduit au niveau des entreprises par le principe de la valeur actionnariale qui implique de nouvelles normes de gestion orientées vers la maximisation de la rentabilité pour les actionnaires. Afin d'atteindre ces objectifs de création de valeur, la masse salariale est soumise à une forte pression. Dans ce cadre, la rémunération sous forme d'épargne salariale peut être considérée comme un facteur favorable à la rentabilité de la firme et à la création de richesse pour les actionnaires. En effet, les dispositifs d'épargne salariale présentent certains avantages financiers liés à certaines de leurs spécificités comptables, fiscales, sociales et économiques (effet déport) qui incitent les entreprises à les développer au détriment des salaires.

Sous-section 1.1 - La modération salariale, conséquence de la création de valeur pour l'actionnaire

L'objectif de maximisation de la valeur actionnariale est devenu un critère contraignant dans l'élaboration de la stratégie des entreprises. La « création de valeur » a évolué en même temps que les indicateurs de gestion devenaient de plus en plus raffinés et soucieux de maximiser la richesse des actionnaires y compris au détriment d'autres parties prenantes ou de l'entreprise en tant que structure productive. En particulier, les différentes stratégies mises en place pour atteindre les exigences de création de valeur se traduisent par une pression accrue sur la masse salariale.

1.1.1 - La valeur actionnariale : soumettre les firmes aux intérêts des investisseurs

Le « retour de l'actionnaire¹ » comme partie prenante dominante de la firme s'est traduit par la mise en avant de la création de valeur actionnariale. Soutenue par des principes de bonne gouvernance et de nombreux indicateurs de gestion, la valeur actionnariale vise essentiellement à faire de la rémunération des investisseurs l'objectif prioritaire de la firme.

A) Le retour de l'actionnaire

Au niveau de l'entreprise, la financiarisation s'est traduite par un « retour de l'actionnaire », et a promu une vision et un fonctionnement de l'entreprise au service exclusif de ses propriétaires. Il s'agit de remettre en cause le pouvoir des cadres dirigeants qui avait été mis en évidence par BERLE et MEANS² ou John Kenneth GALBRAITH³. En effet, les directions d'entreprise qui ne possédaient pas d'actionnaire – ou de bloc d'actionnaires – de référence, se retrouvaient toutes puissantes en face d'un actionnariat dispersé. Au contrôle des actionnaires s'est alors substitué un contrôle managérial qui permettait aux directions d'entreprise de mener une politique largement autonome des intérêts des actionnaires. Ainsi, pendant la période du compromis keynésien, cette autonomie des dirigeants, couplée à une politique économique centrée sur l'investissement productif, a abouti à faire chuter les revenus des prêteurs et des propriétaires sous l'effet conjugué de la baisse des taux de profits des entreprises et de la forte inflation⁴.

Ce retour de l'actionnaire a été permis par un double mouvement :

- une vision théorique de la firme qui place les actionnaires comme étant les parties prenantes essentielles de l'entreprise

¹ L'HELIAS S. (1997), *le retour de l'actionnaire : pratiques du corporate governance en France, aux Etats Unis et en Grande Bretagne*, Ed. Gualino, 179 p.

² BERLE A.A. et MEANS G.C. (1932), *the modern corporation and private propriety*, Transaction Publishers (reedition 1991), 426 p.

³ GALBRAITH J.K. (1967), *le nouvel état industriel*, Gallimard, 426 p.

⁴ PLIHON D. (2002), *le nouveau capitalisme*, op.cit, p. 22.

- l'émergence des investisseurs institutionnels¹ qui, en centralisant de grandes quantités de liquidités, sont désormais en mesure de peser sur les directions d'entreprise.

Ce mouvement s'est traduit politiquement par la promotion d'un « gouvernement de l'entreprise² » dont l'objectif principal est de contrôler les dirigeants et de renforcer le poids des investisseurs dans l'entreprise comme en témoignent, en Grande Bretagne, les rapports CADBURY et GREENBURY (en 1992 et 1995) et en France, les rapports VIENOT (en 1995 et 1999). Cette représentation de l'entreprise comme structure où les dirigeants sont au service exclusif des actionnaires se traduit en pratique par la priorité donnée à la rémunération de ces derniers : la création de valeur actionnariale.

B) La création de valeur pour l'actionnaire : un principe, plusieurs indicateurs

Comme le souligne A. REBERIOUX³, la valeur actionnariale peut être définie à deux niveaux distincts : d'une part, elle renvoie à une « représentation » de la firme dans laquelle les dirigeants sont au service des actionnaires. D'autre part, la valeur actionnariale désigne un « objectif ou un indicateur de gestion » qui consiste simultanément : 1) à restituer aux actionnaires les flux de trésorerie net issus de l'activité économique (*free cash flow*⁴), ceux-ci étant plus à même que les dirigeants de les utiliser pour des investissements rentables ; 2) à maximiser autant que possible ces *free cash flow*, c'est à dire la richesse des actionnaires.

¹ Les investisseurs institutionnels désignent les organismes de placement collectif dont le métier est de placer sur les marchés des titres, l'épargne des ménages (tandis que les banques sont des intermédiaires dont la fonction première est de réaliser des prêts aux agents non financiers). Cependant, il existe différents types d'investisseurs institutionnels, des OPCVM, aux fonds spéculatifs (*hedge fund*) en passant par les fonds de pension ou les compagnies d'assurance, dont les objectifs et les modalités de gestion peuvent être très éloignées. Pour une synthèse complète voir A. BOUBEL et F. PANSARD (2004), *Les investisseurs institutionnels*, La Découverte, 123 p.

² Pour un point sur cette question voir CHARREAUX G. et WIRTZ P. (2006), *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Economica, 396 p.

³ REBERIOUX A. (2005), « les fondement microéconomiques de la valeur actionnariale : une revue critique de la littérature », *Revue Economique*, Vol. 56, n° 1, pp. 51-76.

⁴ La notion de *free cash flow* est sensée exprimer les liquidités restantes de l'entreprise, une fois financé les investissements de renouvellement nécessaires au maintien de sa capacité productive. Ce *cash flow* libre peut alors être affecté « discrétionnairement » par le dirigeant, vers des investissements de croissance, la distribution de dividendes, le désendettement, le rachat d'actions.

Il existe cependant plusieurs mesures possibles de la création de valeur¹ : des ratios boursiers comme le bénéfice par action (BPA)² ou le *price earning ratio* (PER)³ ou encore le rendement total de l'actionnaire (*Total shareholder return* - TSR) mesuré par l'addition des dividendes et de la plus value boursière⁴ ; il peut aussi s'agir de ratios de rentabilité, que ceux-ci portent sur la rentabilité économique comme le Retour sur Capitaux Investis (*Return on capital employed* - ROCE⁵) ou le *Return on asset* (ROA)⁶, ou qu'ils mesurent la rentabilité financière ou bien la rentabilité des capitaux propres comme le *Return on equity* (ROE)⁷, le *Q de Tobin*⁸ ou le *Market to book ratio*⁹. Ces indicateurs sont souvent publiés par les grands groupes cotés et servent de cadre d'analyse statistique aux études scientifiques en économie ou en finance.

S'ils offrent une information ponctuelle sur la santé économique et financière d'une entreprise, ces ratios montrent leurs limites lorsqu'il s'agit de guider les choix de placement des investisseurs. En effet, ils n'offrent aucune indication sur la façon dont les bénéfices sont répartis et surtout ils n'intègrent que des informations liées aux rendements alors que les investisseurs doivent aussi évaluer le risque lié aux placements. C'est pourquoi, pour évaluer les firmes les investisseurs utilisent des instruments plus complexes comme le Medaf¹⁰ et l'EVA¹¹. Comme le montre la figure ci-dessous, les indicateurs de création de valeur ont évolué concomitamment avec l'influence des marchés financiers sur l'entreprise, les indicateurs cherchant de plus en plus à restreindre les marges de manœuvre des dirigeants et à faire prévaloir une vision actionnariale de la valeur créée par l'entreprise.

¹ Voir LORDON F. (2000), « la « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'année de la régulation*, n° 4, Ed. La Découverte, pp. 117-165.

² Mesure le bénéfice après impôt dégagé par chacune des actions ordinaires

³ Le PER d'une action est égal au rapport du cours de cette action sur le bénéfice par action.

⁴ Le RTA (*Total shareholder return* – TSR en anglais), représente le changement de valeur du capital d'une entreprise cotée sur une période, plus les dividendes, exprimés comme un pourcentage en plus ou moins de la valeur d'ouverture. On le calcule comme suit : $RTA = (\text{cours action fin de période} - \text{cours action début de période} + \text{dividendes}) / \text{cours de l'action en début de période}$.

⁵ Mesuré par le rapport entre les profits nets et les charges intérêt/ capitaux propres et dettes.

⁶ En français : "rentabilité des capitaux investis". Il se calcule en divisant le bénéfice avant intérêts des emprunts et après impôt par la somme des capitaux propres et des dettes financières ; Il exprime la capacité des capitaux investis à créer un certain niveau de bénéfice avant endettement

⁷ se calcule en divisant le bénéfice net de l'exercice par le montant des capitaux propres de l'entreprise. Il exprime donc la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de bénéfice

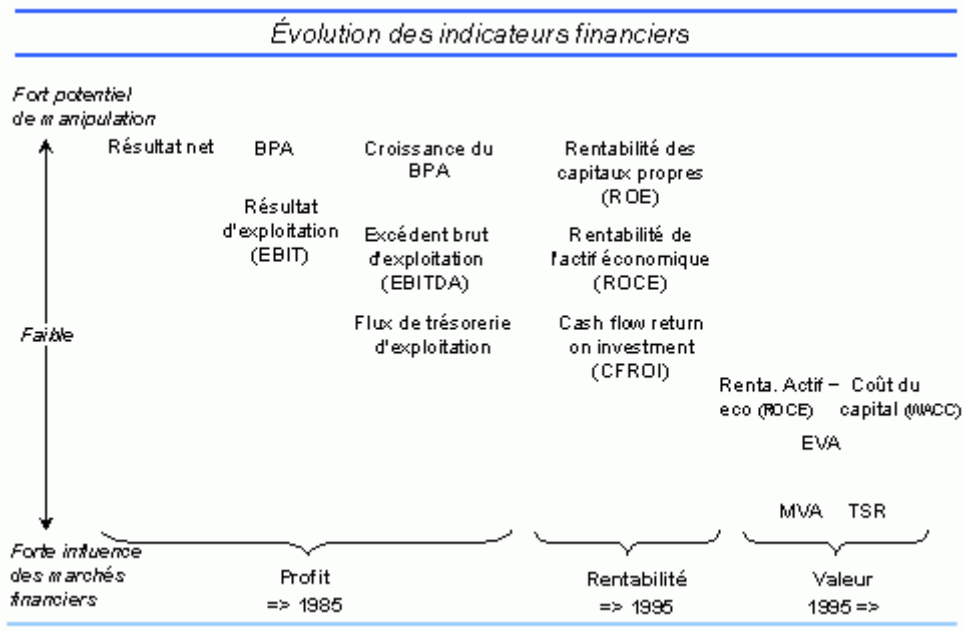
⁸ valeur des actions / montant comptable des actifs.

⁹ Le *market to book ratio* compare la valeur de la firme estimée par les marchés financiers et sa valeur comptable. Il se calcule par la valeur de la capitalisation boursière de la firme/ valeur comptable des actifs de la firme.

¹⁰ Pour Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers.

¹¹ Pour *Economic Value Added*.

Figure II-1 : Evolution des indicateurs financiers utilisés par les entreprises



Source : Lettre de Vernimmen, Juillet 2001.

Les seuls indicateurs de profitabilité ou de rentabilité de l'entreprise ne sont plus considérés comme une mesure de la valeur actionnariale qui doit prendre compte le coût relatif des capitaux pour l'investisseur.

C) L'évaluation de la firme par les investisseurs : l'importance du coût du capital

Comme le montre Michel ALBOUY¹, dans la logique actionnariale « il ne suffit pas qu'une entreprise soit bénéficiaire au sens comptable pour qu'elle crée de la valeur ». Pour qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires, il faut que la rentabilité des capitaux investis soit supérieure au coût des différentes sources de financement (le coût du capital). Or parmi ces sources de financement, si le coût de la dette est bien pris en compte dans le compte de résultat,

¹ ALBOUY M. (1999), « théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 81-90.

en revanche le coût des fonds propres ne l'est pas¹. Dans les faits, les actionnaires, apporteurs en fonds propres, exigent une rémunération minimale qui compense le coût d'opportunité des fonds propres par rapport au coût du capital² et le risque pris dans le cadre de leur investissement. C'est pourquoi cette rémunération (ou ce coût du capital) doit être intégrée et même déterminante dans le calcul de la création de valeur.

Pour ce faire, les investisseurs ont longtemps utilisé le coût moyen pondéré du capital³ (CMPC) ou le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Le MEDAF va permettre à l'investisseur d'actualiser le coût des fonds propres de la firme à risque pondéré.

$$r_e = r_s + \beta(r_m - r_s)$$

où r_e = rendement exigible ; r_s = rendement sans risque ; r_m = rendement moyen exigé par les investisseurs ; β = risque intrinsèque attaché à l'investissement (ou risque non diversifiable) ; $r_m - r_s$ = prime de risque de marché

Cette formule implique que le rendement exigible par les investisseurs soit égal au rendement de l'actif sans risque (assimilé aux obligations d'état) auquel s'ajoute une prime de risque. Comme le précisent Daniel BAUDRU et François MORIN⁴, le MEDAF est un modèle d'équilibre, pour

¹ Ibid p. 82. Ce que conteste formellement Frédéric LORDON puisque dans le compte de résultat les dividendes sont imputés au résultat net comptable (LORDON F. (2000), *Fonds de pension pièges à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, éd. Raisons d'agir, p. 58). En fait, les investisseurs et les modèles financiers considèrent que les dividendes ne représentent qu'une partie de la rémunération des actionnaires. Celle-ci est concernée « par le taux global de rendement, lequel en plus du flux des paiements de dividendes comprend également l'appréciation du capital – toute augmentation du prix de l'action » (BLACK A., WRIGHT P. et BACHMAN J. (1999), *Gestion de la valeur actionnariale*, Dunod, p. 43).

² Ce que l'on appelle aussi la prime de risque de marché.

³ Le coût moyen pondéré du capital, ou CMPC, représente le coût qui résulte de la possibilité, pour les investisseurs, d'arbitrer entre plusieurs actifs et de baser leur choix sur le risque que présentent les revenus futurs de cet actif. Ainsi, plus un actif produira des revenus volatils, plus il sera "risqué" et plus la rentabilité exigée sera élevée (les investisseurs qui recherchent un placement plus sûr ont la possibilité de choisir, sur le marché, un actif présentant un risque moindre). Cet équilibre entre risque et rentabilité constitue le socle de cette méthode. Le CMPC dépend du risque de l'actif économique en fonction duquel les créanciers et les actionnaires vont déterminer le taux de rentabilité qu'ils exigent sur les dettes et les capitaux propres de l'entreprise.

$$CMPC = E / V * k_E + D / V * k_D * (1-t)$$

Avec : E = fonds propres ; D = dettes ; V = valeur totale de l'entreprise, soit E+D ; k_E = Coût des fonds propres ; k_D = coût de la dette ; t = taux d'imposition.

⁴ BAUDRU D. et MORIN F. (1999), « Gestion institutionnelle et crise financière : une gestion spéculative du risque », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, rapport n° 18, pp. 151-169.

lequel « il ne s'agit donc pas d'extraire un maximum de valeur, mais bien de déterminer le « juste » niveau de rémunération associé au risque économique subi par l'investisseur¹ ». Dans ce modèle il s'agit bien de calculer un bénéfice « résiduel » au sens où le risque ultime reste subi par l'investisseur.

Cependant, la seule prise en compte de la vision actionnariale (le coût du capital) ne suffit pas à comprendre les implications de la création de valeur. La mise en place de nouveaux indicateurs comme l'EVA-MVA implique en fait une exigence de rentabilité minimale de la part des entreprises.

1.1.2 - Du Medaf à L'EVA : vers un « revenu actionnarial minimum garanti »

De nouveaux indicateurs de création de valeur se sont développés, tel que l'actualisation des *Free cash flow* (FCF) et surtout l'*Economic value added* associée à la *Market Value added* (EVA-MVA)². Ces modèles convergent vers une évaluation des entreprises guidée uniquement par la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire par rapport à la valeur de marché³. De ce fait, ils assujettissent « la performance économique de la firme à une exigence *ex ante* de rémunération financière⁴ ». Ainsi, ces modèles ne sont pas de simples outils d'évaluation pour les investisseurs, mais bel et bien des instruments normatifs de contrôle des dirigeants⁵. Comme le soulignent Lilian BRISSAUD et Remy MENETRIER, par l'EVA « ce sont bien les actionnaires réels (les propriétaires) et potentiels (le marché) qui dictent une grande partie de la conduite

¹ Ibid. p. 152. Les guillemets sont le fait des auteurs qui précisent que le terme « juste » est utilisé ici pour rappeler le cadre du modèle d'équilibre.

² En français on parlera de valeur ajoutée économique et de valeur ajoutée de marché. Les deux notions sont généralement associées, et plus encore liées, puisque la MVA est l'actualisation au coût moyen pondéré du capital des EVA futures.

³ Au delà de cette convergence de fond, les deux méthodes aboutissent pratiquement « à la même valorisation de la firme ». En effet, l'EVA est égale au FCF augmenté de la variation nette des capitaux investis et diminué de leur rémunération. Pour plus de détail voir ALBOUY M. (1999), « théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *op.cit.*, pp. 84-85.

⁴ BAUDRU D. et MORIN F. (1999), *op.cit.*, p. 155.

⁵ Ils sont de ce fait un des mécanismes du gouvernement des entreprises au service des actionnaires (PONSSARD J-P. et ZARLOWSKI P. (1999), « nouveaux indicateurs de création de valeur : des outils satisfaisants pour l'évaluation interne des activités de l'entreprise ? », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 91-98)

stratégique de la firme et qui la pousse à accroître le flux de liquidité libre potentiellement distribuable¹ ».

L'EVA va donc permettre de déterminer les flux de liquidités libres de toute affectation pouvant potentiellement être distribués aux actionnaires. Ceci se traduit par un calcul différentiel entre le flux de liquidité dégagé sur l'actif économique (le résultat opérationnel après impôts - NOPAT²) et le flux de liquidités nécessaires à la rémunération des apporteurs de capitaux (capitaux engagés³ - CE - évalués au coût moyen pondéré du capital - CMPC).

$$EVA = NOPAT - (CE \times CMPC)$$

Comme on le voit, par rapport aux modèles du type MEDAF ou CMPC, l'EVA ne cherche pas simplement à calculer le coût du capital (CE x CMPC) pour en tirer le rendement souhaitable de l'actif, mais rapporte ce coût aux résultats de l'entreprise. Dès lors, l'objectif n'est pas simplement d'égaliser le coût des capitaux propres estimé, mais bien de le surpasser, c'est à dire obtenir une EVA positive. Autrement dit, « Le but de l'EVA n'est donc pas de faire émerger la valeur de marché de la firme, mais bien la *valeur supplémentaire* créée par l'entreprise par rapport au niveau de rendement exigible à l'équilibre⁴ ». En fait, l'EVA sera positive lorsque les résultats opérationnels de la firme seront positifs « une fois imputées les charges associées aux apports de fonds propres, évaluées au coût du capital⁵ » : ce qui implique que les actionnaires, dont les apports en fonds propres ont déjà été rémunérés une première fois au coût du capital, vont se voir octroyer une rémunération supplémentaire correspondant à l'EVA. Le coût du capital constitue ainsi une sorte de « revenu actionnarial minimum garanti⁶ » qui doit être complété par une EVA positive.

¹ BRISSAUD L. et MENETRIER R. (2000), « la création de valeur pour l'actionnaire et ses effets sur la gestion des groupes français : l'exemple de l'*Economic value added* », dans JACOT H. et LE DUGOU J-C (dir.), *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial ?*, L'Harmattan, p. 87.

² pour *Net operating profit after taxes*.

³ Les capitaux engagés comprenant les capitaux propres, les primes d'émission en valeur brute cumulées, les provisions et quasi fonds propres et les dettes financières nettes des créances de trésorerie.

⁴ BAUDRU D. et MORIN F. (1999), op.cit., p. 156 ; souligné par nous.

⁵ LORDON F. (2000), *Fonds de pension pièges à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, éd. Raisons d'agir, pp. 56-57.

⁶ Selon l'expression de Frédéric LORDON (op.cit. p. 57).

Cette logique est encore accentuée par la méthode du MVA¹ qui actualise les EVA futures au CMPC. La MVA permet donc de calculer un rendement anticipé. Cependant, dans ce modèle, le versement du rendement calculé *ex ante* peut lui aussi survenir *ex ante*. Si les investisseurs sont en position de peser sur les décisions d'affectation de la firme, ils pourront exiger le paiement immédiat de tout ou partie de l'EVA anticipée. Dès lors, « le risque économique de la non réalisation des flux espérés [...] est complètement supporté par la firme puisque l'investisseur, par la biais de la MVA, obtient aujourd'hui le versement de revenus correspondant aux flux futurs anticipés² ».

Idéalement, pour atteindre le niveau d'EVA, l'entreprise doit générer d'avantage de flux de liquidité de son activité économique. Mais si elle n'y parvient pas, pour servir ce « revenu actionnarial minimum garanti » l'entreprise doit alors réduire ses coûts pour dégager un niveau de rentabilité opérationnelle suffisant ou bien moduler sa structure financière (volume des fonds propres, ratio d'endettement). Ceci conduit alors les directions d'entreprise à adopter « un pilotage interne et de mise sous tension de l'organisation par le coût du capital³ ».

1.1.3 - Valeur actionnariale et gestion des firmes : la masse salariale sous pression

La création de valeur pour l'actionnaire devient souvent un impératif et implique d'orienter la gestion de l'entreprise essentiellement et principalement vers la réalisation de cet objectif. Pour ce faire, la direction de l'entreprise dispose de plusieurs leviers principalement basés sur la réduction des coûts d'exploitation ou du capital. La masse salariale se trouve toujours au cœur de ces stratégies qui se traduisent par une modération salariale et/ou une flexibilité accrue⁴.

¹ Pour *Market Value Added*.

² BAUDRU D. et MORIN F. (1999), op.cit., p. 159.

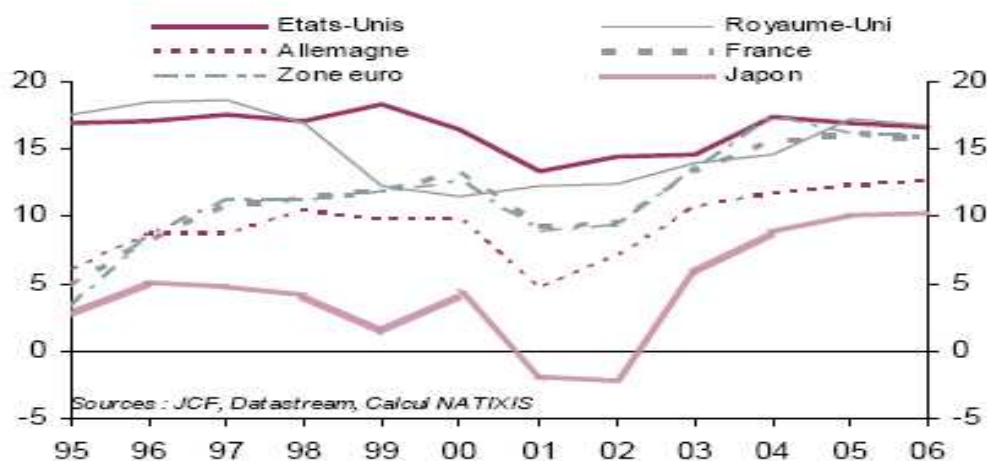
³ HOARAU C. et TELLER R. (2002), *création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, 217 p

⁴ Derrière le concept de « création de valeur » il y est avant tout question de répartition de la richesse créée, tant est si bien que l'on peu considérer avec Jean Marie HARRIBEY que la valeur actionnariale est fondamentalement la valeur captée par le capital financier (HARRIBEY J.M. (2001), « la financiarisation du capitalisme et la captation de valeur », in DELAUNAY J-C (Dir.), *le capitalisme contemporain, questions de fond*, Paris, L'Harmattan, pp. 67-111).

A) La création de valeur : une exigence

On assiste à la mise en place d'une évaluation financière de la firme principalement objectivée par sa capacité à assurer à ses actionnaires un niveau de rentabilité minimum. Plusieurs études¹ ont ainsi affirmé que les investisseurs, en particuliers institutionnels, exigeaient un taux de ROE de 15 % par an. Loin d'être une simple rhétorique, cette exigence se traduit dans les faits par une convergence des ROE autour de ce fameux seuil de 15 % (cf. Graphique ci dessous).

graphique II-1 : Evolution du ROE



in ARTUS P. (2007), « jusqu'où la rentabilité et les cours boursiers peuvent monter ? », *Flash-marché*, Natixis, n° 2007-09, p. 8.

Le problème est que ces 15 % de ROE correspondent à un rythme d'accumulation beaucoup plus élevé que celui de la croissance économique ou de la croissance des entreprises cotées. Pour distribuer de tels niveaux de ROE, les entreprises doivent donc adopter une gestion stricte basée sur la réduction des coûts et des capitaux engagés.

B) La rationalisation et la réduction des coûts

L'évolution des critères de gestion a eu pour conséquence de subordonner la gestion de la firme à la maximisation de valeur actionnariale. Pour maximiser cette valeur actionnariale l'entreprise

¹ Notamment, PLIHON D. (2002), *Rentabilité et risques dans le nouveau régime de croissance*, Rapport pour le Commissariat Général au Plan, Ed. La Documentation Française, 216 p.

doit accroître ses résultats opérationnels tout en réduisant le coût des capitaux engagés. Les entreprises doivent mettre en œuvre une série de stratégies de réduction et de rationalisation de ses coûts que l'on peut classer en quatre catégories¹ :

- le recentrage sur les métiers de base
- les fusions acquisitions
- le *re-engineering* de la chaîne de valeur
- la réduction des capitaux engagés

Dans les faits, la réduction des coûts est principalement centrée sur la réduction de la masse salariale². En premier lieu, la recherche d'accroissement des résultats opérationnels passe par une minimisation des charges liées à l'exploitation, au premier rangs desquels figurent les frais de personnel. En effet, en tant que coûts fixes, ceux-ci pèsent directement sur les résultats de l'entreprise. Comme le montre Rachel BEAUJOLIN³, la gestion opérationnelle de l'entreprise est guidée par des ratios essentiellement financiers que ce soit sous l'angle de la rentabilité (masse salariale/CA) comme de la productivité⁴ (CA/ masse salariale). Ces indicateurs poussent les directions à agir sur la variable qu'ils contrôlent le plus directement, c'est à dire la masse salariale, afin d'améliorer la rentabilité. La masse salariale est alors considérée uniquement comme une charge et non pas comme une source de valeur ajoutée. D'un strict point de vue comptable, la réduction substantielle et durable des charges salariales permet en effet d'accroître les résultats opérationnels et financiers de l'entreprise à court et à long terme⁵, bien que de nombreuses études soulignent les limites et les dangers d'une telle stratégie.

¹ Selon la classification proposée par D. PLIHON (2002), op.cit., p. 33-35.

² HOAREAU C. et TELLER R., op.cit.

³ BEAUJOLIN R. (1998), « les engrenages de la décision de réduction des effectifs », *Travail et Emploi*, n° 75, pp. 19-32.

⁴ Pour une critique des indicateurs de productivité et du rapport CA/effectifs en particulier, lire BRODIER P-L (1994), « la valeur ajoutée une autre logique pour l'entreprise », *L'Expansion Management Review*, n° 72, 4 p. Selon cet auteur, « la productivité est normalement un rapport entre une production et les ressources mises en œuvre pour l'obtenir. Le rapport CA/effectifs n'est donc pas une mesure de productivité puisque le CA ne mesure pas une production et l'effectif ne constitue pas la seule ressource mise en œuvre (notamment dans les entreprises où l'intensité capitaliste est élevée). La politique induite par un tel indicateur ne laisse place à aucune alternative : pour accroître la productivité il faut, naturellement, réduire les effectifs » (ibid. p.2).

⁵ TAOUFIK S. (2004), « L'impact des réductions substantielles d'effectif sur les performances économiques des entreprises nord-américaines », *Congrès de l'association francophone de gestion des ressources humaines*, Montréal, 1^{er}-4 septembre, p. 7/22.

C) La réduction des capitaux engagés

Néanmoins, dans le cadre de la création de valeur pour l'actionnaire, il ne s'agit plus seulement pour les dirigeants de maximiser les résultats de l'entreprise par la réduction des charges d'exploitation, mais aussi de minimiser le coût des capitaux engagés. En fait, comme le montrent Lilian BRISSAUD et Remy MENETRIER la valeur actionnariale prolonge et dépasse les normes de performances financières basées sur les résultats opérationnels ou le chiffre d'affaire¹. En effet l'EVA, ne mesure pas forcément une « création de valeur » mais le différentiel entre les résultats opérationnels et le coût des capitaux engagés, ce qui implique qu'une firme peut afficher une EVA positive malgré des résultats stables ou en baisse, simplement en réduisant les capitaux engagés². Cette stratégie est pour la direction d'une entreprise un moyen rapide et direct pour accroître la valeur distribuée aux actionnaires.

Pour réduire les capitaux engagés, l'entreprise dispose de plusieurs leviers³ :

- la réduction du Besoin en Fond de Roulement (BFR) : la réduction du BFR (réduction des délais client ou accroissement de celui des fournisseurs) permet en effet de diminuer les Fonds de Roulement (FR) et donc les Fonds propres.
- la recherche d'économie en capital productif : permet de réduire la part des capitaux immobilisés pour la production.
- le rachat d'actions : permet d'accroître mécaniquement la valeur des actions restantes (à taux de profit équivalent). Si l'opération est financée par un endettement dont le coût est inférieur aux fonds propres, alors la rentabilité est accrue par l'effet levier.

Dans le cadre de ces stratégies de réduction des capitaux, la masse salariale est encore directement concernée, que ce soit dans la recherche de minimisation du BFR (les salaires et charges sociales représentant une part souvent importante du BFR) comme dans la réduction des capitaux immobilisés qui se traduit généralement par des réductions d'emplois.

¹ BRISSAUD L. et MENETRIER R. (2000), op.cit, 88. « On bascule ainsi d'une *logique centrale d'entreprise de profitabilité des ventes* (mesurées par le ratio Résultat opérationnels /chiffre d'affaire) à une *logique centrale d'actionnaire de profitabilité des capitaux engagés* (mesurée par le ratio résultat opérationnel/capitaux engagés) ». Souligné par les auteurs.

² BRISSAUD L. et MENETRIER R. (2000), p. 82.

³ D. PLIHON (2002), op.cit., p. 33-35.

1.1.4 - La modération salariale au carrefour des stratégies de création de valeur.

Comme nous venons de le montrer la mise sous tension de l'entreprise par l'impératif de création de valeur pour l'actionnaire impose à l'entreprise de réduire et de flexibiliser autant que possible sa masse salariale.

A) La réduction de la masse salariale

Le moyen le plus radical consiste à réduire les effectifs employés. Pour ce faire les entreprises ont recours à l'externalisation de certains de leurs services, ce qui permet « de « faire sortir » une partie des salariés du périmètre de l'entreprise pour en confier la gestion à des sous-traitants extérieurs qui subiront la pression sur les coûts, notamment salariaux, [...] et les conséquences des à coups conjoncturels ¹ ».

Elles peuvent aussi prendre la forme de *downsizing*², c'est à dire la réduction de la taille des unités de productions dans le but d'accroître la rentabilité³. Deux conceptions du *downsizing* sont alors possibles : une conception « défensive » qui vise à réagir à une baisse des résultats et une conception « offensive » qui vise à préserver la compétitivité de l'entreprise sur le long terme. Les réductions d'effectifs qui ne sont guidées que par le seul souci d'atteindre un objectif de création de valeur sont parfois qualifiées de « licenciements boursiers⁴ ».

¹ PLIHON D. (2002), op.cit. p. 34.

²DEGORRE A. et REYNAUD B. (2003), « Les performances des entreprises s'améliorent-elles avec une réduction de l'emploi des salariés non qualifiés et qualifiés ?- Une évaluation sur données françaises (1994-2000)- », *Étude du Cepremap*, novembre, 40 p.

³ Le *Downsizing* peut ainsi se distinguer du *re-engineering* qui s'il peut impliquer des réductions d'effectifs, a pour objectif d'améliorer la productivité.

⁴ Le terme de « licenciements boursiers » fut utilisé pour qualifier les opérations de réduction du personnel mises en place pour répondre aux exigences de rentabilité des investisseurs : on a ainsi pu voir certaines entreprises fermer des unités de production ou se séparer de certaines activités, dont la rentabilité, bien que positive, était inférieure au rendement exigé par les investisseurs. Ce fut par exemple le cas de la société Danone en 2001, qui pris la décision d'externaliser et/ou de fermer l'ensemble des activités biscuiterie (cf. PERREZ R. et BRABET J. (2002), *Management de la compétitivité et emploi*, L'Harmattan, 380 p.

B) Flexibilité de la masse salariale

Afin de flexibiliser leur masse salariale, les entreprises ont enfin recours à différentes formes « d'emplois instables¹ » allant du recours à l'intérim à l'utilisation des contrats à durée déterminée. Ainsi, pour l'année 2000, 19 % des heures travaillées dans le secteur privé marchand ont été effectuées par des salariés restés moins d'un an dans leur entreprise².

Parallèlement, pour le personnel restant, disposant souvent de contrats de travail stables, les entreprises vont chercher à optimiser la gestion de la masse salariale. Tout d'abord, elles vont modérer autant que possible les augmentations de salaires, notamment en privilégiant des augmentations individuelles dans la cadre d'enveloppes globales³. Ainsi, selon la DARES, près de six salariés sur dix du secteur marchand non agricole bénéficient désormais, en totalité ou en partie, d'augmentations de salaire individualisées⁴.

Par conséquent, on ne peut pas analyser la création de valeur actionnariale comme « une simple répartition « secondaire » des profits (entre profits réinvestis et profits distribués) qui n'altérerait pas le partage primaire entre le capital et le travail de la valeur créée⁵ ». Ainsi, la part des salaires dans la valeur ajoutée des sociétés non financières est passé de 72,5 % en 1981 à 65 % en 2003. Pour les seules sociétés industrielles du CAC 40, ce chiffre a glissé de 59 % en 2001 à 52 % en 2004⁶.

En fait, les salaires sont désormais plus variables que les profits qui présentent au contraire une grande stabilité⁷. Comme le note Patrick ARTUS « les chocs économiques affectent de moins en

¹ LECLAIR M. et ROUX S. (2005), « mesure et utilisation des emplois instables dans les entreprises », *document de travail de la direction des études et synthèses économiques*, INSEE, G 2005/04, 38 p. Les auteurs définissent l'emploi instable comme les emplois d'une durée inférieure à un an.

² Ibid.

³ Les négociations sur les revalorisations salariales ne sont plus basées sur le gain de pouvoir d'achat des salariés, mais sont désormais discutés en référence à l'accroissement de la masse salariale : les augmentations de salaire, individuelles ou générales, sont alors plafonné à un certain pourcentage de la masse salariale.

⁴ BRIZARD A. (2006), « l'individualisation des hausses des salaires de base : près de six salariés sur dix concernés », *Premières informations premières synthèses*, n° 09.1, 4 p.

⁵ SERFATI C. (1997), « La domination du capital financier : quelles conséquences ? », p. 65.

⁶ DUCOURTIEUX C., « la généreuse politique de dividende des sociétés du CAC 40 », *Le Monde*, 16 Mai 2006.

⁷ Cité par DEDIEU F. (2006), « idées reçues : un actionnaire risque davantage qu'un salarié », *l'Expansion*, n° 711, p. 128.

moins la rentabilité des entreprises et de plus en plus les salaires¹». En fait, cette variabilité accrue des salaires traduit la capacité des actionnaires à faire pression sur les entreprises pour que celles-ci maintiennent leur rentabilité quelque soient les retournements conjoncturels, y compris en transférant les risques économiques sur les salariés². Et selon Michel AGLIETTA, ce transfert des risques est accru par « la versatilité de la demande et la gestion au plus juste des stocks » qui accentuent la variabilité de l'emploi ainsi que par « la décentralisation des entreprises en unités polyvalentes gérées en centre de profit » qui accentuent les disparités salariales³.

Bien entendu, cette flexibilité passe aussi par le développement des rémunérations variables indexées sur les performances individuelles ou collectives. Ainsi, l'épargne salariale se développe souvent au détriment des augmentations de salaire pérennes.

Sous-section 1.2 - L'épargne salariale : maîtriser la masse salariale pour accroître les résultats financiers de la firme

Alors que les salaires subissent une pression constante sous l'effet des exigences de rentabilité des actionnaires, nous avons vu que les entreprises et les pouvoirs publics cherchaient à développer l'épargne salariale. Comment expliquer que les entreprises privilégient la distribution des *cash flows* à leurs salariés via des mécanismes d'épargne salariale ? Ceci s'explique tout simplement parce que la rémunération sous forme d'épargne salariale est considérée comme un facteur de création de valeur actionnariale. Comme nous l'avons vu précédemment, l'exigence de création de valeur pour l'actionnaire impose aux entreprises une gestion stricte de leur masse salariale. La substitution de l'épargne salariale aux augmentations salariales permet de flexibiliser la masse salariale ce qui a pour conséquence de ne pas dégrader les résultats de la firme en cas de conjoncture défavorable. Le gain de flexibilité apporté par des dispositifs d'intéressement au bénéfices ou d'actionnariat salarié a été mis en évidence de longue date. Cette flexibilité n'est pas

¹ ARTUS P. (2006), « deux problèmes sérieux que devra régler le capitalisme s'il veut rester accepté », *Flash-IXIS*, n° 2006-324, 12 p.

² ARTUS P. et DEBONNEUIL M. (1999), « crises, recherche de rendement, et comportement financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », in BERGSTN F., DAVANNE O. et JACQUET P., *Architecture financière internationale*, Rapport du CAE, la documentation française, n° 18, 241 p.

³ AGLIETTA M. (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la fondation Saint-Simon, p. 10.

seulement conjoncturelle, mais structurelle : elle permet de maîtriser à moyen et long terme l'évolution de la masse salariale. Par rapport au salaire, les dispositifs d'épargne salariale bénéficient en effet d'un statut fiscal, social et comptable de faveur. Surtout, en tant que rémunération variable, l'épargne salariale va avoir un effet déport sur la masse salariale.

1.2.1 - L'épargne salariale, source d'amélioration des résultats financiers de la firme

L'effet positif attribué à l'épargne salariale ne peut s'expliquer par la seule « compatibilité » économique avec le régime de croissance financiarisé. Au niveau micro-économique, la rémunération sous forme d'épargne salariale est aussi considérée comme un facteur d'accroissement des performances financières de l'entreprise. A l'origine de cette vision, on retrouve le postulat des effets bénéfiques que l'épargne salariale est sensée avoir sur le comportement des salariés, que ce soit en terme d'accroissement de la productivité ou de réduction des coûts d'agence, et qui doivent à terme se traduire par un accroissement de la rentabilité de la firme. Mais, l'épargne salariale peut aussi avoir un effet direct sur la rentabilité de la firme en raison de considérations plus gestionnaires et/ou institutionnelles. Parmi celles-ci, on trouve le statut fiscal et comptable des dispositifs d'épargne salariale et leur impact favorable sur l'accroissement de la masse salariale.

Le fait que l'épargne salariale puisse avoir un effet positif sur la rentabilité de l'entreprise est cependant discuté. De nombreuses analyses estiment au contraire, que l'épargne salariale peut entraîner une baisse du profit de la firme, qui ne peut être compensée que par des gains de productivité. Mais le lien productivité – rentabilité peut lui aussi être assez distendu. Les études empiriques aboutissent ainsi à des résultats nuancés.

A) Théoriquement l'épargne salariale à un impact ambigu sur le profit...

Si la plupart des études se sont focalisées sur l'impact de la participation financière en terme de productivité (cf. Chapitre I, section 1), l'impact sur les performances financières de la firme est toujours discuté. Pourtant cette question semble décisive puisque il est vraisemblable comme le soulignent Aver BEN-NER et Derek C. JONES, que les actionnaires n'accepteront de partager les profits avec les salariés que si cela maximise les profits et pas simplement la productivité¹.

Dans une large mesure, les analyses de l'impact des dispositifs d'épargne salariale sur les performances financières de la firme restent souvent basées sur l'hypothèse que l'épargne salariale va inciter les salariés à adopter un comportement favorable à la productivité de l'entreprise. Ainsi, selon FITZROY et KRAFT², les plans de partage des profits sont susceptibles d'améliorer la rentabilité de la firme car ils permettent d'inciter les salariés à la coopération. Douglas KRUSE³, pour sa part, estime que le partage des profits peut accroître l'efficacité organisationnelle de la firme en favorisant une meilleure diffusion de l'information. C'est donc parce que les salariés modifient leurs comportements que la rentabilité de la firme est susceptible de s'améliorer. La rentabilité découle alors directement de la « productivité ». Pourtant, comme le notent Pierre CAHUC et Brigitte DORMONT, « les mécanismes d'incitation reposent sur une ambiguïté : l'effort au travail n'est qu'un des déterminants de la rentabilité, les aléas techniques, financiers et commerciaux jouant un rôle important⁴ ».

Les effets sur la rentabilité de la firme sont aussi délicats à considérer, en raison de l'interdépendance constitutive de ces deux variables⁵ : les entreprises distribuant des primes de partage des profits sont logiquement celles qui réalisent des profits⁶, et toute étude statistique de la relation partage des profits/rentabilité doit tenir compte du fait que ces deux variables sont

¹ BEN-NER A. et JONES D. (1995), "employee participation, ownership, and productivity : a theoretical framework", *Industrial Relations*, Vol. 34, N° 4, p. 549.

² FITZROY F. et KRAFT K. (1986), op.cit.

³ KRUSE D. (1992), "profit sharing: does it make a difference?", op. cit.

⁴ CAHUC P. et DORMONT B. (1992), op.cit. ,p.39.

⁵ MUKHOPADHYAY A. (1989), "Profitability and profit sharing: A comment on Fitzroy and Kraft", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 38, n° 1, pp. 111-114.

⁶ Les entreprises les moins rentables étant moins susceptibles de mettre en place de tels dispositifs. Voir PENDERGAST C. (1999), op.cit., p. 42.

dépendantes et peuvent donc s'influencer mutuellement¹. De fait, il y a donc une limite méthodologique aux études affirmant le lien entre performance financière et épargne salariale : le sens de la causalité². Il est en effet possible que ce soient les entreprises les plus profitables qui mettent en place des dispositifs d'épargne salariale. Ainsi, pour Stéphane TREBUCQ³, les entreprises qui mettent en place des plans d'actionnariat des salariés peuvent utiliser ceux-ci comme un instrument de redistribution et non de motivation. D'éventuelles performances positives peuvent être une cause, plus qu'une conséquence de l'actionnariat salarié. Ceci suggère qu'au-delà de la motivation des salariés, d'autres variables pourraient influencer la relation entre actionnariat salarié et performances.

Qui plus est, d'un point de vue théorique, la relation entre Epargne salariale et rentabilité n'est pas univoque. En effet, le profit net de l'entreprise pourra diminuer en raison précisément de la redistribution d'une part des bénéfices aux salariés. Ceci est explicite dans le modèle de Martin WEITZMAN, où les entreprises qui appliquent individuellement un système de partage subissent effectivement une baisse de leur profitabilité, seulement compensée par une amélioration de la conjoncture économique liée aux externalités positives de la généralisation du partage des profits à l'ensemble des firmes⁴. En effet, dans le cadre du partage des profits, les actionnaires devraient accepter un ROE plus faible afin de compenser financièrement le risque pris par les salariés dans la variation de leur rémunération⁵.

D'ailleurs, d'éventuels gains de productivité liés à l'épargne salariale, peuvent ne compenser que partiellement la diminution de la profitabilité : c'est notamment le cas si, la rémunération étant liée à la productivité, le coût du travail augmente avec les gains de productivité⁶. Ainsi, plusieurs

¹ Voir KIM S. (1998), « does profit-sharing increase firm's profits ? », *Journal of Labor research*, Vol. XIX, n°2, pp. 351-370, et BHARGAVA S. (1994), "profit-sharing and the financial performance of companies : evidence from UK panel data", *Economic Journal*, vol. 104, n° 426, pp. 1044-56.

² AUBERT N. (2003), « Mécanismes d'incitation et implications pour l'organisation de l'actionnariat salarié : revue de la littérature », *Working Paper CEROG*, IAE-Université Aix-Marseille, n° 669, p. 44-45.

³ TREBUCQ S. (2004), "the effects of ESOPs on performance and risk : evidence from France", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 1, n° 4, pp. 81-93.

⁴ WEITZMAN M. (1984), L'économie de partage : vaincre la stagflation, *L'Expansion- Hachette*, p. 174.

⁵ WADHWANI S. et WALL M. (1990), the effect of profit sharing on employment, wages, stock-returns and productivity : evidence from UK micro data", *Economic Journal*, Vol. 100, p. 4.

⁶ KIM S. (1998), « does profit-sharing increase firm's profits? », *Journal of Labor research*, Vol. XIX, n°2, pp. 351-370.

études¹ ont montré que les entreprises qui pratiquent la participation financière versent des rémunérations totales (salaire + participation financière) plus élevées que les autres entreprises.

Mis à part les gains de productivité, plusieurs facteurs liés à l'épargne salariale peuvent avoir une influence sur la profitabilité et/ou les performances financières de la firme : la fiscalité, la modération salariale.

B) ... Mais des effets plutôt positifs sur la rentabilité à court terme

Si de nombreuses études ont cherché à mesurer l'impact en terme de « création de valeur » des dispositifs d'actionnariat des dirigeants (via les Stock options²), un nombre beaucoup plus restreint s'est penché sur les effets d'une généralisation de l'épargne salariale à l'ensemble des salariés. Elles s'orientent principalement dans deux directions : l'impact de l'épargne salariale sur les performances comptables de la firme (rentabilité, chiffre d'affaire, valeur ajoutée...) et l'impact sur les performances boursières des entreprises cotées³.

(a) Un Effet parfois neutre ou négatif sur la profitabilité

Un certain nombre d'études conclue à l'absence de relation, voire à un impact négatif, des dispositifs d'épargne salariale sur les performances financières de la firme. Analysant un échantillon d'entreprises britanniques, David BLANCHFLOWER et Andrew OSWALD ne

¹ Pour les Etats Unis voir MITCHELL D., LEWIN D. et EDWARD E. (1990), "Alternatives pay system, firm performance and productivity", In BLINDER A., *Paying for productivity: a look at the evidence*, Washington DC, Brooking Institution, pp. 15-95. Sur le cas Britannique voir WADHWANI S. et WALL M. (1990), the effect of profit sharing on employment, wages, stock-returns and productivity: evidence from UK micro data", *Economic Journal*, Vol. 100, pp. 1-17. Enfin pour la France, MABILLE S. (1998), « intéressement et salaires : complémentarité ou substitution », *Economie et statistique*, n° 316-317, pp. 45-61, étude où l'auteur met en outre en évidence une substitution progressive de l'intéressement au salaire bien que la rémunération totale soit effectivement supérieure à celle des entreprises ne pratiquant pas l'intéressement.

² Pour une synthèse sur ce point voir DESBRIERE P. (1999), « Motifs et conséquences de l'adoption des Stock-options », *Banque et Marché*, pp.

³ Précisons, ici, que la plupart des études concernent les systèmes anglo-saxons et présentent donc des spécificités institutionnelles qui rendent délicates leur généralisation. Car, en plus des différences institutionnelles, les spécificités économiques peuvent aussi influencer la performance financière des entreprises. Ainsi, le rétablissement de la rentabilité des entreprises, au cours des années quatre-vingt dix, a pris des trajectoires différentes en France et aux Etats-Unis : si dans ce dernier pays, elle fut stimulée par une augmentation de la productivité du capital, en France celle-ci s'est principalement réalisée par la modération salariale (ARTUS P. et COHEN D. (1998), *le partage de la valeur ajoutée en France*, La Documentation Française, Rapport CAE, pp. 9-33). D'autre part, les études tendent à distinguer plan de partage des profits et plan d'actionnariat des salariés. Cette distinction peut présenter des limites. Comme nous l'avons vu, lorsqu'un plan d'actionnariat est mis en place, il est souvent alimenté par les primes d'intéressement ou de participation. D'autre part, l'actionnariat salarié peut être lui même considéré comme une forme particulière d'intéressement.

trouvent aucune influence significative des dispositifs de participation financière (actionnariat salarié, partage des profits, bonus) sur la profitabilité¹. Analysant les performances économiques de 83 entreprises sur la période 1973-1986, Lisa BORSTADT et Thomas ZWIRLEIN² ne trouvent aucune trace d'un effet positif de l'adoption d'un plan d'actionnariat salarié sur la profitabilité³ ou la productivité. WADHWANI et WALL⁴, à partir d'un échantillon de 219 entreprises industrielles, mettent même en évidence un effet négatif sur le ROE⁵.

(b) Mais le plus souvent un impact positif

Cependant, la majeure partie des études concluent à un probable impact des dispositifs d'épargne salariale (partage des profits et/ou actionnariat salarié) sur les performances... bien que leurs résultats puissent parfois être contradictoires et laissent supposer de fortes disparités selon les entreprises.

Ainsi, à partir d'une étude portant sur près de 1900 entreprises industrielles allemandes sur la période 1998-2002, KRAFT et UGARKOVIC⁶ mettent en évidence que les entreprises qui ont mis en place un dispositif de partage du profit au cours de la période sont plus nombreuses à connaître une amélioration de leur profitabilité. Sur une étude portant sur 495 établissements, Daniel MITCHELL et *alii*⁷ cherchent à mettre en évidence le lien entre participation financière et performance économique mesurée par le ROA et le ROI : ils ne trouvent aucun résultat significatif pour l'année 1986, en revanche sur la période 1983-1986, le partage des profits et l'actionnariat salarié semblent associés positivement et significativement avec un accroissement du ROI⁸ et du ROA¹. Etudiant un échantillon de 53 entreprises britanniques d'ingénierie, John

¹ Celle-ci étant en revanche influencée par la taille des entreprises ou encore la croissance de la demande. BLANCHFLOWER D. et OSWALD A. (1988), "Profit-related pay : prose rediscovered", *The Economic Journal*, Vol. 98, n° 382, pp. 720-730.

² BORSTADT L. et ZWIRLEIN T. (1995), "ESOPs in publicly held companies : evidence on productivity and firm performance", *Journal of financial and strategic decisions*, Vol. 8, n° 1, pp. 1-12.

³ Mesurée par les Cash flows, le ROA et le taux de marge.

⁴ WADHWANI S. et WALL M. (1990), op.cit.

⁵ Rendement des capitaux propres, c'est à dire le Quotient du bénéfice net par les capitaux propres.

⁶ KRAFT K. et UGARKOVIC M. (2005), « profit sharing and the financial performance of firms : Evidence from Germany », *Economics letters*, vol. 82, n°3, pp. 333-338.

⁷ MITCHELL D., LEWIN D., LAWLER E. (1990), "Alternative pay systems, firm performance, and productivity", in *Paying for productivity: a look at the evidence*.

⁸ Retour sur investissement, c'est à dire le calcul à l'instant t du rapport bénéfice/investissement.

CABLE et Nicholas WILSON² constatent que les entreprises appliquant un plan de partage des profits présentent des taux de rendement des capitaux investis deux fois plus élevés que les autres entreprises.

Concernant l'actionnariat salarié, Joseph BLASI, Michael CONTE et Douglas KRUSE³ comparent les performances financières de deux groupes d'entreprises : celles dont les salariés détiennent au moins 5 % du capital (dotées d'un actionnariat salarié « significatif ») et celles où cette part est inférieure. Les auteurs trouvent un impact significatif et positif sur le taux de croissance (de 1980 à 1990) de la profitabilité mesurée par le ROA, le *price earning ratio* et le taux de marge pour les entreprises dotées d'un actionnariat significatif. Les auteurs constatent même un accroissement plus important du cours de l'action. En analysant l'impact de l'actionnariat salarié sur un échantillon d'entreprises françaises, Stéphane TREBUCQ trouve une corrélation positive entre l'existence d'un actionnariat salarié et les performances financières (ROE, ROI). De leur côté, PARK et SONG⁴ ont mis en évidence que les entreprises créant ou alimentant un plan d'actionnariat des salariés connaissaient un accroissement sur le moyen-long (10 ans) terme de leur performances économiques et financières (q de tobin, ROA, ratio actif net comptable sur capitalisation).

Pourtant, si Daniel VAUGHAN-WHITEHEAD met en évidence un impact positif de l'intéressement et de la participation sur la rentabilité (ROCE) d'un échantillon d'entreprises françaises, il ne trouve en revanche aucun impact de l'actionnariat salarié. Dans une autre étude, Robert McNABB et Keith WHITFIELD⁵ retrouvent eux aussi une association positive entre les performances financières et la présence d'un dispositif de partage des profits ou d'actionnariat salarié ; mais, curieusement, ils ne constatent pas de performances particulières de la part des entreprises qui combinent actionnariat salarié et partage des profits...

¹ Rendement de l'actif, c'est à dire le Quotient du bénéfice net augmenté des intérêts et des charges afférents aux capitaux empruntés par le total de l'actif

² CABLE J. et WILSON N. (1989), « profit sharing and productivity: an anlysis of UK engineering firms », *The Economic Journal*, Vol. 99, n° 396, pp. 366-375.

³ BLASI J, CONTE M. et KRUSE D. (1996), "Employee stock ownership and corporate performance among public companies", *Industrial and labor review*, Vol. 50, n°1, pp. 60-79.

⁴ PARK S., SONG M.H. (1995), "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders", *Financial Management*, vol 24, n°4, winter, p. 52-65.

⁵ McNABB R. et WHITFIELD K. (1998), "the impact of financial participation and employee involvment on financial performance", *Scottish journal of political economy*, Vol. 45, n° 2, pp. 171-187.

C) ... et la stabilisation des profits à moyen terme

Si la présence ou l'introduction d'un dispositif d'épargne salariale semble être associé avec une amélioration des résultats de la firme, celle-ci peut n'être que de courte durée. Cependant, l'épargne salariale peut avoir des effets de plus long terme en contribuant à stabiliser la rentabilité de la firme

(a) Un effet positif sur la profitabilité, certes, mais de courte durée

Cependant, lorsqu'un éventuel effet positif est mis en évidence, celui-ci ne se traduit pas forcément par un accroissement à long terme des performances de l'entreprise. Ainsi, Sandeep BHARGAVA¹ a montré que l'introduction d'un dispositif de partage des profits avait un effet positif immédiat sur la rentabilité de l'actif économique mais que celui-ci disparaissait les années suivantes. William PUGH, Sharon OSWALD et John JAHERA² montrent que si les firmes qui adoptent un plan d'actionnariat salarié constatent un accroissement des performances financière par rapport aux autres entreprises du secteur, celui-ci s'estompe les années suivantes. Cette perte d'efficacité progressive de la participation financière est souvent expliquée par le fait que les salariés finissent par considérer les primes comme un dû.

Dans tous les cas ces effets positifs sont souvent éphémères : DAVIDSON et WORELL³ montrent ainsi que les hausses « anormales » du titre disparaissent dans les deux années qui suivent l'introduction du plan d'actionnariat salarié.

(b) Une stabilisation des profits

Finalement, plus que un accroissement de la rentabilité, les entreprises qui pratiquent le partage des profits ou l'actionnariat salarié peuvent rechercher une plus grande stabilité de leur profit :

¹ BHARGAVA S. (1994), "Profit sharing and financial performance of companies: evidence from U.K. panel data", *The Economic Journal*, Vol. 104, n° 426, pp. 1044-1056.

² PUGH W., OSWALD S. et JAHERA J. (2000), "The effect of ESOP adoptions on corporate performance: are there really performance changes?", *Managerial and decision economics*, Vol. 21, n° 5, pp. 167-180.

³ DAVIDSON W. et WORRELL D. (1994), *ESOP's Fables: The influence of employee stock ownership plans and corporate stock prices and subsequent operating performance*, *Human Resource Planning*, Vol. 17, n° 4, pp. 69-87.

Pierre CAHUC et Brigitte DORMONT¹ constatent ainsi que les entreprises françaises qui appliquent un accord d'intéressement présentent des taux de rentabilité moins fluctuant dans un contexte conjoncturel équivalent. Une telle stabilité du profit avait déjà été mise en évidence par NUTI². De même, Stéphane TREBUCQ, à partir de l'analyse d'entreprises françaises³, trouve que les entreprises ayant un actionnariat salarié présentent une plus faible variabilité de leur ROE, ce qui contribue à réduire le risque spécifique pour les investisseurs. Cette amélioration dans la « stabilité » de la rentabilité rejoint la thèse d'un report des risques liés aux fluctuations économiques sur les salariés.

La mise en place ou l'existence de dispositifs d'épargne salariale a donc un impact plutôt positif, bien que variable sur la rentabilité de la firme. Cependant, l'épargne salariale ne se traduit pratiquement jamais par une baisse de la profitabilité, contrairement à ce que suggéraient certaines théories⁴. Dans le pire des cas, on constate simplement une absence de corrélation, ou une stabilité de la profitabilité et, bien souvent une amélioration d'un ou plusieurs indicateurs de profitabilité. Pour autant, l'hétérogénéité des indicateurs de rentabilité utilisés dans les différentes études nuancent encore l'impact de l'épargne salariale : un éventuel redressement de la profitabilité profite-t-il à l'entreprise ou à ses actionnaires ?

L'impact de l'épargne salariale sur la rentabilité de l'entreprise et/ou la richesse des actionnaires demeure discuté. Si l'on met de côté les effets incitatifs en terme de productivité ou de gouvernance, la littérature semble dégager trois grands motifs d'instauration d'un dispositif épargne salariale généralement orienté vers l'actionnariat salarié : les avantages fiscaux, la modération salariale et la protection contre les acquisitions hostiles, cette dernière ayant des effets ambigus sur la richesse des actionnaires⁵.

¹ CAHUC P. et DORMONT B. (1992), « l'intéressement en France : allègement du coût salarial ou incitation à l'effort ? », *Economie et statistique*, n° 257, pp. 35-43.

² NUTI M.D. (1988), "codetermination, profit sharing, and full employment", in JONES D. et SVEJNAR J. (eds) : *advances in the economic analysis of participatory and labor managed firms*, Vol. 3, JAI Press, Greenwich-London.

³ TREBUCQ S. (2004), "the effects of ESOPs on performance and risk : evidence from France", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 1, n° 4, pp. 81-93.

⁴ Cf. Chapitre I, Section 1.

⁵ Ce point est présenté et discuté dans le chapitre IV du présent travail.

Nous proposons de reprendre et d'intégrer ces différents éléments dans une analyse globale de l'épargne salariale comme dispositif de rémunération variable et différée contribuant à la maîtrise ou au contrôle des liquidités de l'entreprise dans un contexte de valeur actionnariale. La rémunération sous forme d'épargne salariale peut en effet s'inscrire dans une stratégie d'optimisation des liquidités en vue d'améliorer la situation financière de la firme, par la modération de la masse salariale, la réduction de la trésorerie ou le renforcement des fonds propres.

1.2.2 - Les profits avant les salaires.

L'épargne salariale est un moyen de partager les bénéfices réalisés par la société avec les salariés. Par rapport à la redistribution des gains de productivité sous forme d'augmentation de salaire, l'épargne salariale implique un nouveau mode de redistribution cohérent avec un régime de croissance basé sur la croissance du profit et des performances financières des entreprises. Cette logique se retrouve au niveau microéconomique dans le mode spécifique de comptabilisation de l'intéressement ou de la participation qui fait pourtant l'objet d'une tension entre les intérêts de la société et ceux des actionnaires.

A) Une rémunération cohérente avec le régime de croissance financiarisé

La logique salariale telle qu'elle s'était établie lors du régime de croissance fordiste permettait de redistribuer aux salariés une large partie des gains de productivité sous la forme d'augmentations de salaire dont la régularité n'était pas liée aux résultats de la firme¹, et permettait de soutenir la demande pour une production de masse. Pour certains auteurs, l'épargne salariale serait désormais la forme de rémunération salariale cohérente avec le régime de croissance financiarisé, permettant de maintenir la rentabilité des entreprises et ainsi de soutenir la demande par la distribution de dividendes que les actionnaires-salariés utiliseront pour la consommation.

¹ TOUFFUT J-P (1998), « Le partage du profit : de la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'année de la régulation*, Repères, vol. 2, pp. 131-168 ;

Ainsi, pour Michel AGLIETTA, dans le régime de croissance patrimonial, « la variable pivot du comportement des entreprises est le profit par action. La gouvernance des actionnaires institutionnels force les entreprises à maximiser cette variable et intervient dans le partage du profit (plan d'épargne, intéressement des salariés, *stock options*) dont dépend la distribution de dividendes¹ ». Prenant acte de la montée de la part des actions dans la richesse financière des ménages, l'auteur considère que l'épargne salariale constitue « une conception du progrès social compatible avec le régime de croissance patrimonial² » permettant aux salariés de bénéficier de la croissance des actifs financiers et même, à terme, « l'avènement d'une propriété sociale du capital » disciplinant les investisseurs institutionnels³.

Le développement des formes variables de redistribution des gains de productivité, au détriment de la forme d'indexation salariale fordiste, pourrait ainsi constituer une « régulation endogène du rapport salarial⁴ » en régime de croissance financiarisé. On le voit, il s'agit de changer le mode de répartition afin de garantir un fonctionnement économique basé sur la maximisation des profits des entreprises et leur distribution aux actionnaires.

¹ AGLIETTA M. (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint Simon, n° 101, p. 14. De son côté, Laurent CORDONNIER a proposé un modèle « Kaleckien » où ce bouclage économique est assuré par une diffusion de l'actionnariat salarié sous forme de *stock options*, dont les détenteurs consomment – plutôt que d'épargner - les dividendes associés aux actions (CORDONNIER L. (2006), « Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations*, n° 23, Vol. 1, pp. 79-108).

² op. cit. p. 23

³ Selon lui, les comportements court-termistes des gestionnaires de fonds, si préjudiciables à l'investissement et l'emploi, sont en effet à rechercher dans « la mauvaise qualité de la relation principal-agent entre les gestionnaires et leurs mandants, c'est-à-dire les épargnants » (op. cit. p. 41). L'intervention directe des salariés via leurs représentants au conseil de surveillance des fonds, serait ainsi un facteur de réduction des errements spéculatifs de certains gestionnaires. A terme, ceux-ci pourraient même faire prévaloir des critères de « responsabilité sociale » sur la seule maximisation de la rentabilité des fonds investis. En effet, les plans d'épargne salariale sont la contrepartie d'une dette sociale, et à ce titre ils doivent être contrôlés démocratiquement (AGLIETTA M. et REBERIOUX A. (2005), op. cit. p. 355-358. Il convient cependant de noter que les auteurs préconisent, pour réduire le risque pesant sur les salariés épargnants, une nécessaire diversification des placements... ce qui rentre en contradiction avec l'actionnariat salarié.

⁴ HOANG-NGOC L. (2003), « Capitalisme actionnarial et régulation endogène du rapport salarial : L'horizon indépassable du « social- libéralisme » ? », *XXIII journées de l'association d'économie sociale*, Grenoble, 11-12 septembre, 16 p.

B) Du partage de la valeur ajoutée au partage des profits : Une nouvelle répartition macro-économique

Dans le régime de croissance fordiste, centré sur la réalisation de gains de productivité, l'objectif prioritaire des entreprises était d'abord la valeur ajoutée (VA)¹ et non directement la rentabilité pour l'actionnaire. Accorder la primauté à la VA impliquait une logique différente du partage des revenus entre le travail et le capital. La VA est en effet le revenu de l'entreprise tiré de la production² qui après déduction des taxes et impôts liés à l'exploitation fait l'objet d'un partage entre les salaires (directs et indirects) et le profit (l'Excédent Brut d'Exploitation - EBE). Avec, le développement de l'épargne salariale, la répartition ne s'effectue plus au niveau du partage primaire de la VA, mais au niveau « secondaire » du profit réalisé. Plus encore, le partage ne s'effectue pas seulement au niveau du profit brut (EBE), mais à un niveau supérieur. Ainsi, les primes d'intéressement sont souvent calculées et/ou indexées sur les résultats d'exploitation³, les primes de participation sur le bénéfice net fiscal (résultat net avant impôts) et les dividendes attachés à l'actionnariat salarié au résultat net après impôts⁴. Ce niveau de partage implique que les salariés doivent, au même titre que les propriétaires, assumer la charge de l'investissement productif et le risque des placements financiers de l'entreprise.

Ceci a plusieurs conséquences. En premier lieu, cela signifie que les salariés sont rémunérés pour leur contribution à la réalisation d'un profit et non plus directement pour la réalisation d'une production. Ensuite, la détermination et la comptabilisation de la participation financière implique que la rémunération des salariés ne doit plus contribuer à déformer le partage de la valeur ajoutée au détriment du profit. En effet, ce n'est qu'une fois que le niveau de rentabilité souhaitée (ou plus exactement exigée par les marchés financiers) est atteint que les salariés peuvent, éventuellement, se voir rétrocéder une partie des résultats via l'épargne salariale.

¹ C'est dire la production de l'exercice moins les consommations intermédiaires. Celle-ci ne doit pas être confondue avec l'EVA, littéralement valeur ajoutée économique, qui mesure le rendement d'un titre pour l'investisseur.

² Déduction faite des consommations intermédiaires

³ Par rapport à l'EBE, le Résultat d'exploitation (ou résultat opérationnel) dépend du montant des dotations aux amortissements et provisions d'exploitation, ainsi que d'autres produits et charges relevant des activités annexes de l'entreprise. Cependant, le résultat d'exploitation ne prend en compte ni les produits et charges financiers, ni les produits et charges exceptionnels, ni la participation des salariés aux résultats de l'entreprise, ni les impôts sur les bénéfices.

⁴ Par rapport à l'EBE, le résultat net intègre les charges et produits financiers, les éléments exceptionnels et les amortissements. Une fois déduit les impôts sur les bénéfices, le résultat net équivaut au *Free cash flow*, soit la portion liquide de la capacité de financement de l'entreprise qui ne sert pas à acheter de nouveaux éléments d'actif (investissements) et à rembourser les échéances normales d'emprunts.

En fait, comme le note Patrick ARTUS, le partage des profits « change la nature de la répartition : les salariés (au moins ceux des entreprises moyennes et grandes) deviennent assez indifférents vis à vis du partage des revenus entre salaires et profits puisqu'ils reçoivent les deux ¹ ». En France, ceci se traduit macro-économiquement par un partage de la valeur ajoutée plutôt défavorable aux salaires et que la participation aux bénéfices ou l'actionnariat salarié ne compensent que partiellement².

C) Implications comptables au niveau de l'entreprise : du PCG à l'IAS

Cette logique est retranscrite dans le mode de comptabilisation du Plan Comptable Général français (PCG) de la participation aux résultats qui affecte un poste distinct des charges de personnel. En effet, si les primes d'intéressement sont comptabilisées comme une charge de personnel³, en revanche, la réserve spéciale de participation est comptabilisée comme une affectation du résultat, au même niveau que les impôts sur les bénéfices⁴, tandis que les dividendes versés au titre de l'actionnariat salarié constituent eux aussi une affectation du résultat⁵ (cf. Figure 1). Certains comptables⁶ envisagent même de considérer l'intéressement comme une affectation du bénéfice, au même titre que la participation et de comptabiliser la prime globale en compte 69. Ce mode de comptabilisation affirme ainsi le statut de « partage des profits⁷ » de la participation et de l'intéressement.

¹ ARTUS P. (1998) « la détention d'actions par les salariés modifie le fonctionnement de l'économie », *CDC-Flash*, n° 98-42, p. 3.

² Pour certains auteurs, la participation aux bénéfices ou encore l'actionnariat salarié et les stock options devraient être intégrés au calcul de la part salariale dans la valeur ajoutée comme c'est le cas aux Etats Unis. Cela pourrait ainsi relativiser pour la France la chute connue par la part salariale depuis les années quatre-vingt. Sur ce point voir ASZKENAZY P. (2003), « Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et Aux Etats Unis : une réévaluation », *Economie et Statistique*, n° 363-364-365, pp. 167-186.

³ Comptes 6414 – indemnités et avantages divers, ou 648 – autres charges de personnel.

⁴ Compte 691 – participation des salariés aux résultats.

⁵ Compte 457 – dividende à payer.

⁶ HENRARD D. et Alii, (2005), *Dictionnaire comptable et financier*, Groupe Revue Fiduciaire, p. 785

⁷ Ce qui prolonge une logique déjà évidente dans la formule légale de calcul de la RSP : celle-ci se base en effet sur le bénéfice net fiscal diminué de la réserve légale minimale de 5 % capitaux propres, de la même manière qu'une opération « classique » d'affectation des résultats.

Figure II-2 : Niveau de comptabilisation des éléments de rémunération des salariés par rapport aux soldes intermédiaires de gestion du compte de résultat (PCG)

Marge brute	
Valeur ajoutée	
	Salaires
	Intéressement / Abondement
Excédent brut d'exploitation	
Résultat d'exploitation	
Résultat courant	
Résultat brut	
	Participation aux résultats
Résultat net	
	Dividendes

Pour l'entreprise, cette comptabilisation présente l'avantage de ne pas nuire au résultat opérationnel, déterminant dans le calcul de la valeur actionnariale. Concrètement, dans le cadre du PCG français cela signifie qu'une distribution de prime de participation si elle affecte le résultat net, n'a en revanche aucune incidence sur le résultat d'exploitation.

Cependant, les nouvelles normes comptables IAS/IFRS¹ ont adopté un positionnement opposé à celui de la comptabilité française. Ainsi, la norme IAS 19 ne fait pas de distinction entre intéressement et participation et considère ces deux dispositifs comme des « avantages de personnel à court terme » qui doivent être comptabilisés en charge de personnel², au même titre que les salaires. Ce traitement est logique, puisque les normes IAS/IFRS cherchent avant tout à permettre l'évaluation de l'entreprise du strict point de vue de l'investisseur, pour lequel le versement aux salariés d'une prime de partage des profits affecte toujours le *cash flow* disponible. Cet impact doit donc être pris en compte dans les résultats opérationnels de l'entreprise et *in fine*

¹ Suite à de nombreux problèmes de transparence concernant certains postes (comme les stock option ou les produit dérivés) qui ont eu des conséquences dramatiques (Scandales Enron, Worldcom...), *L'international Accounting standard board* (IASB) a proposé l'introduction de nouvelles normes comptables internationales, dites IFRS (*International financial reporting standards*) en complément des normes IAS (*International accounting standards*) déjà existantes. L'objectif recherché est de rendre plus transparentes les informations comptables des entreprises et de mieux encadrer les fonctions d'audit. Malgré un débat sur leur bien fondé, ces normes comptables ont été adoptées par l'Union Européenne (cf. Règlement européen CE n° 1606/2002 sur l'application des normes comptables internationales du 19 juillet 2002) et s'appliquent depuis le 1^{er} janvier 2005 à l'ensemble des entreprises européennes cotées. Pour de plus amples précisions voir par exemple OBERT R. (2004), *Pratique des normes IAS/IFRS*, Dunod, 541 p.

² OBERT R. (2004), *Pratique des normes IAS/IFRS*, Dunod, p. 321.

dans le calcul de la valeur actionnariale. Pourtant, ce traitement comptable efface aussi les spécificités supposées du partage des profits par rapport au salaire. Il renforce encore notre hypothèse selon laquelle l'épargne salariale doit être prioritairement analysée comme un mode de rémunération, plus que comme dispositif incitatif modifiant en partie le statut des salariés vis à vis de l'entreprise.

Au delà du traitement comptable, les dispositifs d'épargne salariale présentent l'avantage de bénéficier d'un statut fiscal et social très favorable.

1.2.3 - Le statut socio-fiscal de l'épargne salariale remet en cause le salaire socialisé.

L'épargne salariale permet de modérer l'accroissement de la masse salariale en raison d'un statut fiscal et social beaucoup plus avantageux que celui du salaire. En effet, les dispositifs d'épargne salariale ne sont pas considérés comme des éléments de salaire mais comme des « périphériques légaux¹ ». C'est pourquoi ils ne sont pas assujettis aux charges fiscales et sociales que doivent supporter les salaires.

A) Une rémunération exonérée de la plupart des charges salariales

Ainsi, les dispositifs d'épargne salariale ne sont pas soumis à cotisation sociale : l'intéressement, la participation, l'abondement ou la décote ne sont ainsi tenus que de s'acquitter que de la CSG et du CRDS². Seule exception, l'abondement des sommes versées sur un PERCO excédent le plafond des 2 300 € annuels doit s'acquitter d'une contribution de 8,2 % affectée au fond de réserve pour la retraite. Par ailleurs, les dispositifs d'épargne salariale n'entrent pas dans le calcul

¹ DONNADIEU G. (1997). Op.cit.

² La CSG et la CRDS ne sont pas des cotisations sociales, mais des impôts et taxes affectés au financement de la protection sociale. Par ailleurs, la CRDS ne sert pas à financer des prestations mais est exclusivement affectée au paiement de la dette des organismes de sécurité sociale.

de certaines taxes et participations sur les salaires, en particulier la taxe sur les salaires¹, mais aussi la taxe d'apprentissage, la participation des employeurs à la formation continue ou à l'effort de construction.

Pour autant, les sommes versées au titre de l'épargne salariale sont déductibles du bénéfice imposable de la société qui peut même dans certains cas² constituer en franchise d'impôt une Provision Pour Investissement³ (PPI) sur une partie de ces sommes.

¹ La taxe sur les salaires (définie par l'Art. 231 du CGI) est due par les entreprises qui ne sont pas soumises à la TVA sur la totalité de leur chiffre d'affaire. Elle est calculée sur les rémunérations versées au cours de l'année (hors épargne salariale) selon le barème progressif suivant :

Fraction de la rémunération brute individuelle annuelle	Taux
n'excédant pas 7.029 euros	4,25%
supérieure à 6.904 euros et n'excédant pas 14.042 euros	8,50%
supérieure à 14.042 euros	13,60%

Cette taxe concerne donc principalement les entreprises financières et pèse surtout sur les salaires élevés.

² Les entreprises qui appliquent une formule dérogatoire du calcul du montant de la participation peuvent ainsi constituer une PPI égale à 50 % de la fraction des sommes qui excède la participation de droit commun. Les entreprises qui adhèrent à titre facultatif au dispositif de participation (entreprises de moins de 50 salariés) peuvent constituer une PPI de 25 % qu'elles peuvent la cumuler avec la PPI de 50 % si elles vont au-delà de la formule légale. Enfin, Les entreprises peuvent constituer une PPI de 25 % de l'abondement à un PERCO, PPI pouvant monter jusqu'à 35 % en cas d'acquisition de parts de fonds solidaires.

³ Définie au 4ème alinéa du 1° de l'article 237 bis A-II du code général des impôts, la provision pour investissement permet à l'entreprise de déduire de son bénéfice imposable une partie supplémentaire des sommes versée au titre de l'épargne salariale. Seulement, la PPI doit être utilisée, dans le délai de deux ans, à l'acquisition ou à la création d'immobilisations. À défaut, son montant est rapporté au bénéfice imposable. Lorsque la provision afférente à un exercice donné a été utilisée conformément à son objet dans le délai imparti, elle est définitivement exonérée d'impôt sur le revenu ou d'impôt sur les sociétés.

Tableau II-1 : différentiel de rendement pour l'entreprise d'une augmentation salariale ou de divers dispositifs d'épargne salariale

	Salaire	intéressement perçu directement	Intéressement investi dans PEE	Participation	Abondement PEE ou PERCO (< 2 300 €/an)
budget de l'entreprise par salarié	1 000 €	1 000 €	1 000 €	1 000 €	1 000 €
charges patronales (48 %)	-324 €	0 €	0 €	0 €	0 €
charges salariales (12,4 %)	-84 €	0 €	0 €	0 €	0 €
csg/crds (7,8 %)	-52 €	-78 €	-78 €	-78 €	-78 €
Montant avant impôts perçu par le salarié	539 €	922 €	922 €	922 €	922 €
rendement global pour l'entreprise	53,90%	92,20%	92,20%	92,20%	92,20%

Comme on peut le déduire du tableau II-1 établi par nos soins, si l'entreprise souhaite gratifier ses salariés d'une prime de 1 000 € et qu'elle la distribue sous la forme d'une prime classique (considérée comme un salaire) il lui en coûtera près de 1 900 €, contre seulement 1 084 € pour une prime d'intéressement ou de participation. Ainsi une entreprise qui opte pour de l'épargne salariale à la place d'une augmentation salariale bénéficie automatiquement d'une baisse relative de son coût marginal du travail.

B) Une politique d'exonération discutable

Théoriquement une telle politique de soutien fiscal et social se justifie par le fait que du seul point de vue d'une entreprise et de ses salariés le partage du profit pourrait avoir un effet négatif décourageant les acteurs d'adopter de tels dispositifs alors qu'il peut exister des externalités positives au niveau macro-économique¹ :

¹ Ces effets pouvant être une réduction de l'inflation salariale, une plus grande flexibilité économique ou encore une amélioration de l'emploi.

- pour l'entreprise, l'introduction d'un dispositif de partage des profits, même s'il maintient inchangé le coût du travail, doit entraîner une réduction du profit net¹.
- Pour le salarié le partage du profit peut se traduire par une plus grande variabilité de sa rémunération et donc un risque plus important².

Les gains individuels issus de la participation financière pouvant être inférieurs aux gains collectifs engendrés par les effets externes, il convient alors de compenser cette différence par une politique publique d'incitation financière et fiscale. En revanche, si le partage des profits ou l'actionnariat des salariés permet d'accroître la productivité, il n'existe aucune justification théorique pour de telles incitations fiscales³.

Au delà de ces considérations théoriques, ce statut fiscal favorable avait été mis en place en France afin d'inciter les entreprises à adopter la participation financière, à une époque où le patronat se montrait largement hostile au partage du profit de peur qu'il n'implique à terme un partage du pouvoir⁴. Aujourd'hui, l'incitation fiscale est justifiée par la nécessité d'étendre à l'ensemble des salariés, et en particulier à ceux des PME, le bénéfice de ces rémunérations. Néanmoins, l'épargne salariale reste surtout très développée dans les grandes entreprises qui sont par ailleurs celles qui réalisent des bénéfices importants. Globalement, on constate que le développement de la participation financière est étroitement lié à la présence d'incitations fiscales : comme le constate Erik POUTSMA, bien qu'il existe de nombreux facteurs

¹ ARTUS P. (1988), « le partage du profit : fondements microéconomiques et effets macroéconomiques », *Annales d'Economie et de Statistiques*, n° 10, pp. 45-73. ZYBERBERG A. (1990), « Salaires et emploi dans une économie de partage », *Economie et Prévision*, n° 92-93, pp. 153-160.

² WEITZMAN M. (1985), *l'économie de partage*, L'Expansion-Hachette-JC Lattes, p. 186.

³ MITCHELL D. (1995), "profit sharing and employee ownership: policy implications", *Contemporary economic policy*, vol. 13, n° 2, pp. 16-25.

⁴ TOUCHELAY B. (2003), « le patronat français et le partage du pouvoir dans l'entreprise entre 1946 et 1968 », *IX èmes journées d'histoire de la comptabilité et du management*, 20-21 mars, 39 p. Une crainte qui était loin d'être infondée, la vision gaullienne de la participation financière étant avant tout la composante d'un projet social plus vaste d'association capital/travail qui visait à transposer « sur le plan économique de ce que sont dans l'ordre politique les droits et les devoirs du citoyen ». Il s'agissait cependant d'une co-gestion qui se distinguait de l'autogestion, par le fait que l'association ne remettait pas en cause le rôle dirigeant du chef d'entreprise : "Délibérer c'est le fait de plusieurs et agir c'est le fait d'un seul ; ce sera vrai dans la participation comme c'est vrai partout et dans tous les domaines".

institutionnels¹, les pays où l'épargne salariale s'est le plus développée sont ceux où elle bénéficie d'incitations financières ou fiscales importantes (Etats-Unis, Royaume Uni, France).

L'impact des exonérations fiscales comme motivation au développement de l'épargne salariale ou de l'actionnariat salarié demeure cependant discuté. Au Etats Unis, les plans d'actionnariat salarié (ESOP) sont assortis d'avantages fiscaux pour les entreprises, au moins depuis le *Tax Reform Act* de 1986. En particulier lorsque les plans d'actionnariat salarié sont financés par endettement (plan à effet levier) les entreprises peuvent déduire les dividendes versés au titre des actions détenues par le fonds de placement des salariés, si ces dividendes sont utilisés pour rembourser la dette du fonds. Ainsi, Anne BEATTY² met en évidence une réaction positive des investisseurs (se traduisant par un accroissement du cours du titre de l'entreprise) à l'annonce d'un plan d'actionnariat salarié à effet levier, réaction positive qu'elle attribue aux exonérations fiscales³. Cependant John GAMBLE⁴, réfute l'utilisation des ESOP par l'entreprise comme instrument de réduction des impôts, en montrant que les entreprises qui ont mis en place un plan d'actionnariat salarié avant l'existence d'exonérations fiscales présentent de meilleures performances financières que celles qui ont adopté l'actionnariat salarié après la mise en place des exonérations. Il est rejoint par Keith SELLERS et Joseph HAGAN⁵ qui mettent en évidence une réaction positive des investisseurs à l'annonce d'un plan d'actionnariat salarié, que celui-ci ouvre ou non droit à des exonérations fiscales pour l'entreprise. Pour autant, d'autres études⁶ ont mis en évidence un impact important sur le taux marginal d'imposition des firmes qui octroyaient

¹ La présence d'exonérations fiscales pouvant traduire une attention plus poussée des pouvoirs publics de ces pays au développement de cette forme de rémunération. D'ailleurs, les exonérations fiscales sont souvent complétées par une intense activité législative sur l'épargne salariale. Voir POUTSMA E. (2002), *Les tendances récentes de la participation financière des travailleurs dans l'Union européenne*, Office des publications officielles de la communauté européenne, Luxembourg, pp. 59 et suivantes.

² BEATTY A. (1995), "The cash flow and information effects of employee stock ownership plans", *Journal of Financial economics*, vol. 38, pp. 211-240.

³ L'administration fiscale des Etats-Unis autorisant l'entreprise contributrice à déduire les dividendes perçus par l'ESOP lorsqu'ils servent à rembourser la dette contractée lors de la mise en place du LBO (Ibid. p 225).

⁴ GAMBLE J. E. (1998), "ESOPS: financial performance and federal tax incentives", *Journal of Labor Research*, Vol. 19, n° 3, pp. 529-541.

⁵ SELLERS K. et HAGAN J. (1994), "Employee stock ownership plans and shareholder wealth : an examination of the market perceptions of the non-tax effect", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10, n° 3, pp. 45-53.

⁶ GRAHAM J. R., LANG M. et SHACKELFORD D. (2004), "Employee Stock option, corporate taxes, and debt policy", *The Journal of Finance*, vol. 59, n° 4, pp. 1585-1618.

des stock options à leurs salariés. Les exonérations fiscales ont ainsi pu constituer une motivation première pour l'adoption des plans d'épargne salariale¹.

C) Une remise en cause du salaire socialisé

Fondamentalement, ces exonérations fiscales et surtout sociales constituent une remise en cause du « salaire socialisé » construit dans les années cinquante à soixante-dix. Selon Bernard FRIOT², cette socialisation du salaire s'est traduite par le développement d'un salaire socialisé, financé par la cotisation sociale, et assurant aux salariés une prise en charge des situations de « hors de travail » (invalidité, chômage, retraite) dans un cadre salarial (indexation des prestations sur le salaire³), national (taux unique de cotisation, péréquation) et par une « délibération politique » (négociation collective). Le développement de l'épargne salariale remet en cause le salaire socialisé, à la fois en fragilisant le financement de la protection sociale par les exonérations, mais aussi en instaurant « l'épargne d'activité » comme source de financement individualisée de la protection sociale, où la capacité contributive individuelle est déterminante dans le niveau des revenus tirés des placements financiers⁴.

Les exonérations fiscales et sociales dont bénéficie l'épargne salariale sont particulièrement coûteuses pour les finances publiques et les organismes de sécurité sociale. Ainsi, pour l'année 2000, Jean Baptiste de FOUCAULD et Jean Pierre BALLIGAND estimaient que les quelques 45 milliards de Francs d'épargne salariale « coûtaient » plus de 30 milliards de francs d'exonérations sociales et près de 5 milliards en termes d'exonérations fiscales⁵. Le développement de l'épargne salariale contribue alors à fragiliser la protection sociale basée sur les cotisations sociales. Mais,

¹ CONTE M. et KRUSE D. (1991), ESOPs and profit sharing plans : do they link employee pay to company performance ?, *Financial Management*, Winter, p. 92.

² FRIOT B. (1998), *Puissances du salariat : emploi et protection sociale à la française*, La dispute, 315 p ; FRIOT B. (1999), *Et la cotisation sociale créera l'emploi*, La dispute, 154 p.

³ ... et pas sur l'inflation. Ceci implique que les salariés temporairement (invalidité, chômage) ou définitivement (retraite) dans une situation de hors travail bénéficient des gains de productivité via une hausse de leur prestation équivalente à celle des salaires.

⁴ FRIOT B. (2005), « Le salariat : pour une approche en terme de régimes de ressources », *Séminaire du RESORE*, GREE, Nancy, 22-27 septembre, 24 p. ; FRIOT B. (2000), « cotisation ou épargne salariale : monnaie ou finance ? », *Trait d'Union*, n°73, 2 p.

⁵ FOUCAULD J-B. et BALLIGNAD J-P. (2000), op.cit.

au delà du manque à gagner pour l'Etat ou les organismes de retraite et de sécurité sociale¹, ce statut fiscal et social peut poser des problèmes d'efficacité économique.

Ainsi, François CONTENSOU² estime que le non assujettissement aux cotisations sociales et la déductibilité du résultat imposable favorisent fiscalement et socialement les entreprises les plus profitables : celles-ci peuvent en effet verser une partie de leur résultat sous la forme d'une épargne salariale défiscalisée et désocialisée, tandis que les entreprises pas ou peu profitables doivent se résoudre à des augmentations salariales dont le coût est beaucoup plus élevé. Par ailleurs, ce sont finalement les entreprises les moins profitables qui assument la charge de la protection sociale via le paiement des cotisations sociales. L'épargne salariale entraîne ainsi un transfert de charges des entreprises les plus profitables vers l'ensemble de l'économie. Qui plus est, selon Sushil WADHWANI³, ces avantages fiscaux et sociaux peuvent inciter les entreprises à mettre en place un accord de partage des profits purement « cosmétiques », en remplaçant les augmentations salariales par un intéressement sans caractère véritablement aléatoire⁴. En d'autres termes, ce statut fiscal et social pousse clairement les entreprises profitables « [à] préférer associer leurs salariés aux résultats plutôt que de payer des impôts⁵ ». Dès lors, l'épargne salariale ne signale pas nécessairement une politique de rémunération incitative, mais une simple recherche d'optimisation fiscale⁶, qui peut être nuisible au niveau macroéconomique.

¹ Contrairement à d'autres exonérations sur les salaires, le non assujettissement des dispositifs d'épargne salariale aux cotisations sociales n'est pas compensé par le budget de l'Etat. Rappelons à nouveau, qu'il ne s'agit pas juridiquement d'exonération de charges sociales, puisque les dispositifs d'épargne salariale ne sont pas considérés comme des éléments de salaire.

² CONTENSOU F. (2004), "Legal profit-sharing : shifting the tax burden in a dual economy", *Working papers research center ESSEC*, n° 4011, 15 p.

³ WADHWANI S. (1987), profit-sharing and Meade's discriminating labour-capital partnerships: a review article, *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 39, n° 3, pp. 421-442.

⁴ La législation française impose que la formule de calcul de la prime d'intéressement ait un caractère aléatoire, sous peine, précisément, de ne plus bénéficier de défiscalisation ou de désocialisation. Néanmoins, de nombreuses formules d'intéressement contiennent des éléments qui permettent de « désensibiliser » en partie l'évolution de l'intéressement par rapport aux résultats de l'entreprise.

⁵ GREENAN N. (1992), « Quelles sont les entreprises qui associent leurs salariés aux résultats ? », *Economie et Statistique*, n° 257, p. 28.

⁶ CHAU M. et CONTENSOU F. (2004), "profit-sharing as tax saving and incentive device", *Working papers research center ESSEC*, n° 4012, 19 p.

D) Une stratégie de baisse du coût du travail

Ces effets pervers des incitations fiscales sont de plus à mettre en relation avec les doutes persistants concernant les soit disant « externalités positives » générées par le développement de l'épargne salariale. En particulier, des effets attendus en terme de création d'emploi n'ont pas pu être mis en évidence¹. Pire encore, le généralisation du partage du profit pourrait avoir des effets pro-cycliques sur le revenu des salariés et donc sur la consommation², tout en étant défavorable à l'investissement³.

Il convient de relier ce statut socio-fiscal avantageux de l'épargne salariale, aux efforts importants des pouvoirs publics pour réduire le coût du travail, en privilégiant les exonérations de charges sociales au voisinage du SMIC⁴. Depuis 1993, les différents gouvernements ont ainsi réduit de manière importante les cotisations sociales sur les salaires⁵ : selon la DARES, le coût du travail au niveau du SMIC a ainsi baissé de 12 % entre 1993 et 2000⁶, le coût du travail au niveau du SMIC augmentant désormais moins vite que celui au niveau du salaire médian tandis que le pouvoir d'achat du SMIC s'accroissait plus rapidement que celui du salaire médian⁷. Ainsi, depuis 1993, le pouvoir d'achat du SMIC a augmenté tandis que le coût réel du SMIC diminuait pour l'employeur. La distribution de primes d'intéressement ou de participation exonérées de cotisation sociale doit aussi conduire à un accroissement du revenu tout en permettant une

¹ Bien que la longueur et la vigueur de la période de croissance fortement créatrice d'emploi qu'ont connues les Etats Unis dans les années quatre-vingt dix aient pu être expliquées en partie par « l'effet richesse » induit par l'actionnariat direct et indirect des salariés américains. Sur ce point voir MERIEUX A. (1999), « l'actionnariat salarié aux Etats-Unis : un nouveau ressort pour le modèle américain ? », *Rapport Moral sur l'argent dans le monde*, Montchrestien, pp. 221-229 ; ARTUS P. (1998) « la détention d'actions par les salariés modifie le fonctionnement de l'économie », *CDC-Flash*, n° 98-42, 4 p ; CORDONNIER L. (2003), « Le profit sans l'accumulation: la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Séminaire MATISSE Hétérodoxies*, 18 p.

² DAVIDSON P. (1986), "the simple macroeconomics of a nonergodic monetary economy versus a share economy : is Weitzman's macroeconomics too simple ?", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 10, n° 2, pp. 221-225 ; RAGOT X. et TOUFFUT J-P (1998), « Le partage du profit : de la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'année de la régulation*, Repères, vol. 2, pp. 131-168 ;

³ SALANIE B. (1998), « le partage des profits agrégés », *Annales d'Economie et de Statistique*, n° 51, pp. 169 -85 ;

⁴ En 2006, ces exonérations ont coûté 24 milliards d'€ à la sécurité sociale, compensée à hauteur de 21,3 milliard d'€ par le budget de l'Etat (GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ELARGISSEMENT DE L'ASSIETTE DES COTISATIONS EMPLOYEURS DE SECURITE SOCIALE (2006), « Les Evolutions du financement de la sécurité sociale et ses enjeux économiques », *Rapport du groupe de travail sur l'élargissement de l'assiette des cotisations employeurs de sécurité sociale*, Annexe 1, p. 13). Ainsi, ces exonérations représentent le premier poste de dépense de la politique de l'emploi.

⁵ En 2006, les allègements de cotisations étaient dégressifs jusqu'à 1,6 fois le SMIC.

⁶ DARES (2003), *Les politiques de l'emploi et du marché du travail*, La Découverte, coll. Repères n° 373, 128 p.

⁷ GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ELARGISSEMENT DE L'ASSIETTE DES COTISATIONS EMPLOYEURS DE SECURITE SOCIALE (2006), op.cit p. 16.

diminution du coût réel du travail pour l'employeur. Ce point est d'autant plus important, que les salariés bénéficiant de primes ont souvent un salaire supérieur au salaire moyen, ce qui permet finalement de « décharger » des rémunérations situées au delà du seuil de 1,6 SMIC. En ce sens, le statut social et fiscal de l'épargne salariale s'inscrit effectivement dans la politique de baisse du coût du travail.

Cependant, le statut socio-fiscal de l'épargne salariale n'est pas le seul facteur de réduction du coût du travail pour l'entreprise. En tant que rémunération variable, l'épargne salariale permet aussi de modérer la croissance de la masse salariale.

1.2.4 - L'effet déport de l'épargne salariale contribue à modérer l'accroissement de la masse salariale

L'épargne salariale en tant que rémunération variable n'est pas considérée comme une charge permanente pour le budget de l'entreprise. Ainsi, contrairement à une augmentation salariale qui va augmenter structurellement la masse salariale (effet report), les primes d'intéressement ou de participation ne vont pas entraîner d'accroissement sur le long terme (effet déport).

A) Les augmentations salariales, déterminant stratégique de l'évolution de la masse salariale

Pour affronter les contraintes concurrentielles comme pour répondre à l'exigence de la création de la valeur actionnariale, la maîtrise de la masse salariale constitue un impératif pour les entreprises. Entre deux exercices, la masse salariale va en effet évoluer en fonction de plusieurs facteurs¹ :

- des facteurs extérieurs à l'entreprise : ils s'agit principalement des décisions législatives et réglementaires (RTT, variation des taux de cotisations sociales...) ou conventionnelles qui vont modifier les règles de rémunération.

¹ DONNADIEU G. (1997), *du salaire à la rétribution : pour une nouvelle approche des rémunérations*, Liaisons sociales, 236 p.

- les facteurs propres à l'entreprise : Les augmentations salariales (générales ou individuelles, les heures supplémentaires, l'organisation du travail, la variation des effectifs ...

Les augmentations de salaire négociées par l'entreprise ne sont donc qu'un des facteurs influençant l'évolution de la masse salariale. Depuis les lois Auroux de 1982 les négociations sur les salaires et les classifications sont décentralisées des branches vers les entreprises¹, même si les politiques publiques influencent encore indirectement l'évolution des rémunérations, en particulier au niveau des prélèvements sociaux. Au niveau de l'entreprise, il existe d'autres facteurs d'accroissement de la masse salariale qui, en l'absence même d'augmentation lors de la négociation annuelle, vont accroître la masse salariale, en particulier les variations d'effectifs ou le « Glissement Vieillesse Technique » (GVT). Comme nous l'avons vu précédemment, la tendance est plutôt à une gestion très stricte des effectifs. Quant au GVT, il va entraîner une augmentation de la masse salariale, en raison d'augmentations individuelles au mérite (Glissement), de l'ancienneté (Vieillesse) et de promotions ou d'évolutions conventionnelles (Technicité).

Ainsi, l'entreprise qui souhaite contrôler au mieux l'évolution de sa masse salariale va devoir agir sur les facteurs qu'elle peut contrôler le plus directement, et au premier rang desquels se trouvent les augmentations de salaire.

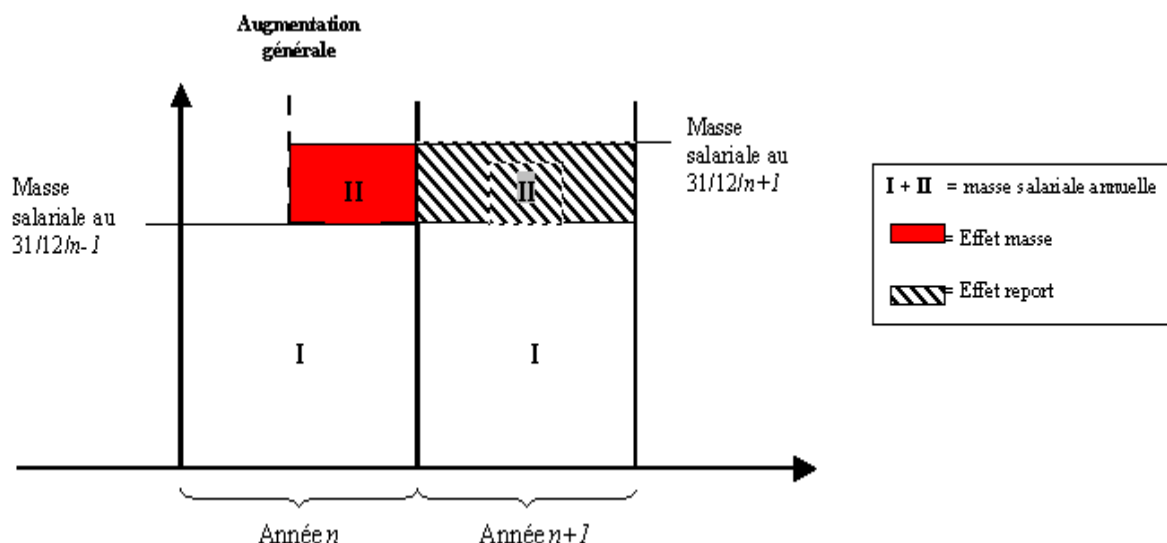
B) Les facteurs d'accroissement de la masse salariale : les effets de « masse » et de « report »

Les augmentations de salaires vont avoir un effet immédiat sur la masse salariale, appelé « effet masse », mais aussi un effet structurel sur l'évolution de la masse salariale en générant un « effet report » les années suivantes. C'est la combinaison de ces deux effets qui détermine l'évolution de la masse salariale d'une année sur l'autre.

¹ REYNAUD B. (1994), « diversité et changement des règles salariales », in BOYER R. et SAILLARD Y. (Dir.), *Théorie de la régulation : l'Etat des savoirs*, pp. 135-143.

L'effet masse est un indicateur de la progression de la masse salariale sur les 12 mois de référence par rapport à ce que serait cette masse si aucune modification n'était intervenue au cours de cette période. Autrement dit, l'effet masse est l'expression en pourcentage de l'écart entre le niveau de la masse salariale au 31 décembre de l'année $n-1$ par rapport à l'année n . L'augmentation en masse intéresse directement la direction d'une entreprise car elle reflète la progression annuelle des rémunérations. Ainsi une augmentation générale des salaires de 5% prenant effet le 1^{er} juillet, se traduira par un accroissement de la masse salariale de $0,05 \times (6/12) = 2,5 \%$. Si cette même augmentation prend effet le 1^{er} octobre, alors l'effet masse sera de $0,05 \times 3/12 = 1,25 \%$. On le comprend, l'effet masse sera d'autant plus faible qu'une augmentation aura lieu tard dans l'année¹.

Figure II-3 : impact d'une augmentation générale de salaire sur l'évolution de la masse salariale



Comme on peut le voir sur la figure II-3 établi par nos soins, « l'effet report » reflète l'impact des mesures prises durant les 12 mois de référence sur la progression de la masse salariale des 12 mois suivants. En d'autres termes, l'effet report mesure l'évolution de la masse salariale de l'année n compte tenu des augmentations attribuées dans le courant de l'année $n-1$ ². Pour cela, la masse salariale du dernier mois de l'année $n-1$ (celle qui incorpore l'effet de toutes les

¹ TAIEB J-P. et LE HUEROU F. (2003), *la masse salariale : technique de calcul et stratégies d'évolution*, Dunod, p.51.

² *ibid.* p.74.

augmentations précédentes) est multipliée par 12 afin de d'estimer ce que sera le niveau minimal de la masse salariale (masse salariale « plancher ») pour l'année n .

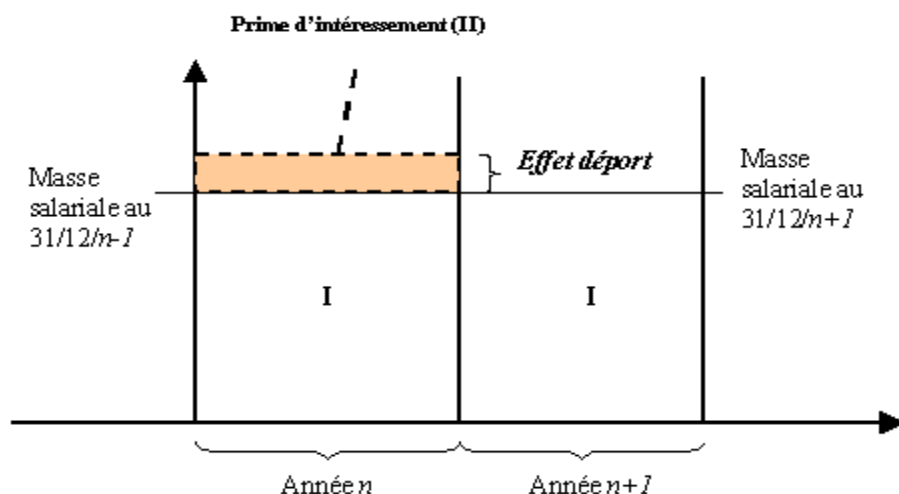
Effet report = masse salariale plancher de n / masse salariale de l'année $n-1$

Prenons l'exemple d'une entreprise dont la masse salariale mensuelle à la fin de l'année n s'élève à 1 000 K€ (la masse salariale annuelle est donc égale à $12 \times 1\,000$ soit 12 000 K€). Si cette entreprise accorde au 1^{er} juillet de l'année n une augmentation générale de 5 %, alors la masse salariale pour l'année n s'élèvera au moins à $(6 \times 1\,000) + (6 \times 1\,050)$ soit 12 300 K€. Cependant, pour l'année $n+1$, même si l'entreprise n'accorde aucune augmentation salariale, la masse salariale sera au moins égale au niveau de salaire du dernier mois de l'année n reporté sur 12 mois : $12 \times 1\,050$ soit 12 600 K€. Ce qui donne un effet déport de : $12\,300 / 12\,600 = 0,24 \%$. En d'autres termes, la masse salaire de l'année $n+1$ est d'ores et déjà plus élevée que celle de l'année n , en raison de l'effet report de l'augmentation accordée en n . Les augmentations de salaire « pérennes » entraînent ainsi un accroissement de la masse salariale qui se reportera les années suivantes.

C) L'effet déport des primes d'épargne salariale

En revanche, les primes non permanentes, comme les primes d'intéressement, de participation ou encore l'abondement, n'ont pas d'effet masse ou d'effet report sur la masse salariale. Elles ont au contraire un **effet déport** sur la masse salariale qui va se traduire par une économie budgétaire pour l'entreprise (cf. figure II-4 infra).

Figure II-4 : impact de la distribution d'une prime d'intéressement sur l'évolution de la masse salariale



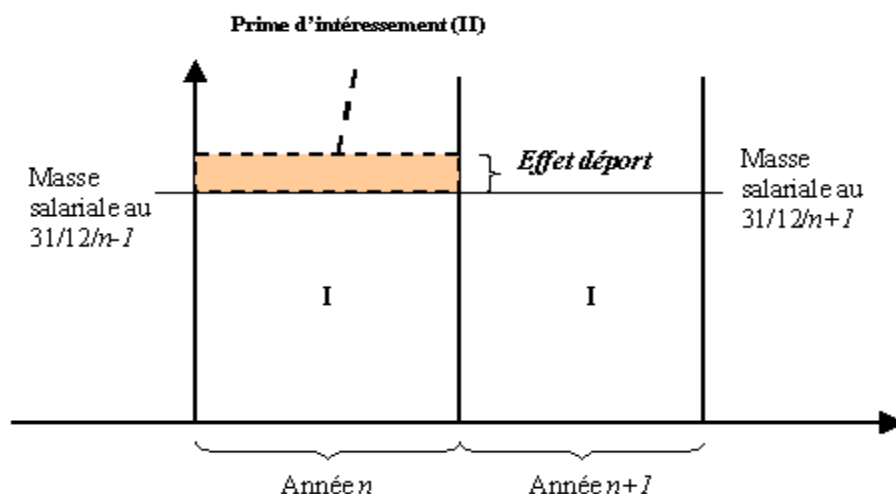
Reprenons notre exemple précédent, mais remplaçons l'augmentation salariale par une prime globale d'intéressement d'un montant équivalent, soit 300 K€. Celle-ci est versée en une seule fois, au 1^{er} juillet de l'année n : pour ce mois la masse salariale s'élève donc à : $1000 + 300 = 1300$ K€. Mais les autres mois elle ne s'élève qu'à 1 000 K€. Au total la masse salariale de l'année n s'élève donc à $11 \times 1\,000 + 1\,300$ soit 12 300 K€, c'est à dire au même niveau que pour une augmentation de salaire de 5 %¹.

Par contre, la prime d'intéressement n'étant pas un élément permanent, elle n'affecte pas l'effet masse qui reste stable à 0,4 % quelle que soit la date de versement. Par ailleurs, la prime d'intéressement étant aléatoire, elle a un effet déport puisque si la masse salariale (intéressement compris) de n s'élève à 12 300 K€, la masse salariale plancher de l'année $n+1$ est inférieure de 300 K€ car calculée à partir des seuls éléments permanents de la masse salariale² du mois de décembre de l'année n soit $1000 \times 12 = 12\,000$ K€. On trouve donc un report négatif de - 0,24 %, c'est à dire un effet déport de 0,24 %.

¹ Nous faisons ici abstraction des différences fiscales et sociales entre l'intéressement et le salaire.

² Dont ne font pas partie les primes variables

Figure II-5 : impact de la distribution d'une prime d'intéressement sur l'évolution de la masse salariale



Le même supplément de liquidités (300 K€) distribué aux salariés au cours de l'année a des effets différents sur l'évolution de la masse salariale, selon qu'il prend la forme d'une prime d'intéressement ou de participation ou bien d'une augmentation de salaire. L'épargne salariale permet ainsi à l'entreprise non seulement de modérer la progression de sa masse salariale mais aussi de la rendre plus flexible.

Cette flexibilité associée à la rémunération sous forme d'épargne salariale est un avantage important pour l'entreprise, qui peut l'inciter à développer ces rémunérations en lieu et place des augmentations salariales.

1.2.5 - L'épargne salariale se substitue aux augmentations de salaire

En considérant les avantages économiques et financiers exposés précédemment, il faut aussi constater que l'épargne salariale devient de plus en plus un mode de redistribution qui se développe souvent au détriment des augmentations salariales. Les pouvoirs publics ont en effet pris une série de mesures qui institue l'épargne salariale comme un moyen de répondre à la problématique du pouvoir d'achat des salariés et qui se substituent effectivement aux augmentations salariales.

Ce mouvement s'est répercuté au niveau des entreprises, par l'instauration de la négociation annuelle obligatoire sur l'épargne salariale¹. Désormais l'épargne salariale est négociée au même niveau et en même temps que les augmentations salariales ce qui peut provoquer des effets de substitution. Certes, une telle substitution est normalement illégale : la circulaire ministérielle du 25 octobre 1983 stipule que « la négociation doit être réelle et non pas formelle » de même que les négociations sur les différents thèmes sont sensées être distinctes. Par ailleurs la circulaire du 21 octobre 1986 interdit explicitement la substitution d'une prime d'intéressement ou d'un abondement au PEE à tout élément de rémunération en vigueur (y compris les autres primes). En cas de non respect de cette règle, contrôlée par la DDTFP et l'URSAFF, l'entreprise s'expose à devoir réintégrer les éléments de salaire supprimés et à voir requalifier les primes d'intéressement ou l'abondement en salaire et donc payer les charges fiscales et sociales afférentes.

Cependant, cette interdiction de substitution est toute relative et ne vaut que pour une certaine période : l'entreprise doit simplement respecter un délai d'un an entre la suppression d'un élément de rémunération et la mise en place d'un accord d'intéressement. D'ailleurs, la circulaire interministérielle du 9 mai 1995 a admis que le principe de substitution entre salaire et intéressement ne s'appliquait pas lorsque la diminution de la rémunération trouvait son origine dans la Réduction du Temps de Travail (RTT). La loi du 19 février 2001 a confirmé que la substitution n'a pas lieu d'être invoquée dans le cas où la diminution de rémunération trouve son origine dans la RTT et n'est pas plus que proportionnelle à cette réduction². Dans ce cadre, l'intéressement, et plus largement l'épargne salariale, ne peut avoir sa place que dans une politique d'ensemble de l'entreprise en matière de rémunération, mise en œuvre à l'occasion de la RTT, pour accompagner l'évolution des salaires.

Effectivement, les études statistiques menées en France par Thomas COUTROT³ ou Sylvie MABILE¹ montrent bien une substitution « progressive » de l'intéressement aux augmentations

¹ Depuis la loi du 21 février 2001. Il existe désormais cinq thèmes sur lesquels la législation sociale impose une négociation annuelle (qui peut ne pas aboutir à un accord) : Les salaires, l'épargne salariale, la prévoyance collective, la réduction du temps de travail et l'égalité entre hommes et femmes.

² Bien que cette mesure ne soit acceptée que pour les entreprises ayant signé de tels accords avant la loi de 2001.

³ COUTROT T. (1992), « l'intéressement vers une nouvelle convention salariale ? », *Travail et emploi*, n° 53, pp. 22-39.

salariales, ces dernières ayant tendance à être moins importantes après la mise en place d'un accord d'intéressement. Une telle substitution a aussi été mise en évidence par Philippe GIRARD² pour la participation aux résultats. Au final, les négociations sur les salaires et celles sur l'épargne salariale sont pratiquement indissociables, les négociations portant souvent sur l'enveloppe globale de rémunération, ce qui signifie que lorsque l'épargne salariale augmente, les salaires vont représenter une part d'autant moins importante³. Ce mouvement devrait s'amplifier, le gouvernement souhaitant désormais inciter les branches professionnelles à négocier sur l'épargne salariale⁴.

Plus largement, la modération salariale qui découle du développement de l'épargne salariale ne peut pas être interprétée uniquement comme un « effet pervers », mais constitue bien une caractéristique marquante de l'épargne salariale. Ainsi, aux Etats Unis, l'épargne salariale s'est initialement développée précisément pour ne pas avoir à augmenter les salaires⁵.

On le voit, en France, les dispositifs d'épargne salariale, de par leur flexibilité et leur statut socio-fiscal, présentent un réel avantage financier pour les entreprises par rapport au salaire. Ils permettent de modérer l'accroissement de la masse salariale, en réduisant le salaire indirect (exonérations), mais aussi en rendant les rémunérations plus flexibles (effet déport) et en se substituant (en partie) aux augmentations du salaire net. L'épargne salariale permet finalement de modérer la part des résultats octroyés aux salariés pour privilégier la distribution des excédents de trésorerie en faveur des actionnaires. Pour autant, ce ne sont pas les seuls avantages financiers pour les entreprises. En effet, l'épargne salariale se présente aussi comme une forme de

¹ MABILE S. (1998), « intéressement et salaires : complémentarité ou substitution ? », *Economie et Statistique*, n° 316-317, pp. 45-58.

² GIRARD P. (1990), « la participation des salariés aux résultats de l'entreprise : une étude fondée sur la centrale des bilans (1982-1987) », *Economie et Prévision*, n° 92-93, pp. 171-176.

³ Sur ce point voir les analyses monographiques de ApROBERTS L., COLIN T., FRIOT B., PERNOT J-M. et VOLOVITCH P. (2000), *Retraite et épargne salariale : les initiatives d'entreprises*, Rapport financé par la MiRe et la CDC, convention n° 28/98, 140 p.

⁴ Les branches ne peuvent néanmoins conclure des accords d'intéressement qu'après avoir signé des accords sur les salaires (MOREAU I. (2006), « Après les salaires, les branches incitées à négocier sur l'épargne salariale », *La Tribune*, 12 mai)

⁵ Durant la seconde Guerre mondiale, pour éviter de déstabiliser l'économie de guerre, le gouvernement de F. D. Roosevelt a très strictement encadré et restreint les augmentations de salaires afin de limiter les risques inflationnistes. Les employeurs ont alors développés les mécanismes de compensation comme les assurances maladies, l'épargne retraite ou l'épargne salariale, qui en tant que rémunérations différées étaient considérées comme non inflationnistes. SCHUMANN R. E. (2001), "Compensation from world war II through the great society", *Compensation and working conditions*, p. 24.

rémunération différée, et à ce titre, elle va avoir une influence sur la gestion des liquidités de l'entreprise.

Section 2 - Une gestion des flux d'épargne salariale favorable à la création de valeur actionnariale

Nous venons de voir que l'épargne salariale pouvait être favorable à la rentabilité de la firme et à la création de valeur pour l'actionnaire, en raison de ses avantages économiques par rapport aux salaires : peu ou pas de charges fiscales et sociales, flexibilité accrue, qui permettent de modérer la croissance de la masse salariale. Pour autant, le développement de l'épargne salariale au détriment du salaire ne peut s'expliquer par la seule réduction du coût du travail.

L'épargne salariale n'est pas seulement une forme de rémunération variable mais aussi une rémunération différée. Les sommes versées au titre de l'épargne salariale sont généralement placées (PEE, FCPE, CCB, SICAV, Actionnariat salarié) et indisponibles plusieurs années. Par ailleurs, les primes d'intéressement et de participation, tout comme l'abondement, obéissent un rythme de versement annuel, par définition beaucoup plus long que celui du salaire versé mensuellement. Pendant ces périodes, les salariés bien que détenteurs de ces fonds, n'en possèdent pas la libre disponibilité.

Ce différé, lié au délai de versement puis à la durée des placements, peut aussi avoir un impact sur la situation financière de l'entreprise, en permettant une gestion des liquidités sous forme d'épargne salariale plus conforme aux exigences de la création de valeur que ne le permettaient les salaires. Le versement différé des primes de partage des profits peut ainsi contribuer à diminuer le Besoin en Fond de Roulement (BFR) et donc améliorer la trésorerie de l'entreprise. Les placements dans l'entreprise, en particulier via l'actionnariat salarié, peuvent contribuer à accroître les fonds propres à des conditions beaucoup plus favorables que d'autres formes de financement, et donc permettre ici aussi une amélioration de la trésorerie (accroissement du Fond de Roulement) et une réduction du coût du capital pour l'entreprise.

Ces éléments viennent renforcer l'intérêt financier de l'épargne salariale en que rémunération favorable à la création de valeur pour l'actionnaire. Pour autant, le contrôle des sommes placées au sein de l'épargne peut faire l'objet de tensions entre les diverses parties prenantes, en particulier entre les dirigeants et les actionnaires, ou encore entre l'actionnaire de référence et les minoritaires¹. Il est en effet possible que l'épargne salariale se traduise par une dilution des droits de tout ou partie des actionnaires, que ce soit en terme de flux de trésorerie ou de droit de vote.

Sous-section 2.1 - Une source d'amélioration de la trésorerie

L'épargne salariale en tant que rémunération variable permet de flexibiliser et de réduire l'accroissement de la masse salariale. Elle présente encore une autre série d'avantages liés cette fois-ci à son caractère différé. En réduisant le Besoin en Fonds de Roulement, elle va permettre à la firme d'améliorer sa trésorerie et finalement sa capacité à distribuer des liquidités aux actionnaires.

2.1.1 - Les déterminants de la situation de trésorerie

La situation de trésorerie est importante du point de vue de la société car elle est le reflet de sa santé économique et financière. La situation de trésorerie est affectée par tous les décaissements, y compris ceux liés à la rémunération des salariés, mais elle est aussi décisive du point de vue de la richesse des actionnaires.

En termes d'analyse financière, la trésorerie d'une entreprise apparaît comme étant le solde de la situation financière globale de l'entreprise. Elle peut être calculée soit, à partir du bilan fonctionnel, soit à partir du Fond de Roulement et du BFR déterminés précédemment.

¹ Et, bien évidemment, des salariés. Mais nous verrons que les dispositifs institutionnels actuels les cantonnent encore à un rôle largement supplétif dans la gestion de leur épargne.

Tout d'abord, la Trésorerie d'une entreprise correspond à la différence entre ses besoins et ses ressources de financement. Les besoins de l'entreprise peuvent être évalués à l'aide du besoin en fonds de roulement¹ (BFR) alors que les ressources de l'entreprise disponibles pour financer ces besoins s'appellent le Fond de roulement (FR)². La situation de Trésorerie (ST) nette de l'entreprise correspond alors au solde net entre ces besoins et ces ressources.

$$ST = FR - BFR$$

Si les besoins excèdent les ressources, la trésorerie de l'entreprise sera négative (au passif du bilan) ; si les ressources sont supérieures aux besoins, la Trésorerie sera positive (à l'actif du bilan).

Mais, la Trésorerie d'une entreprise représente aussi l'ensemble des disponibilités qui lui permettront de financer ses dépenses à court terme. Dans ce cas, la Trésorerie nette d'une entreprise se calcule en faisant la différence entre sa Trésorerie d'actif et sa Trésorerie de passif. Les flux déterminant la situation de trésorerie de l'entreprise peuvent être résumés par la figure ci-dessous.

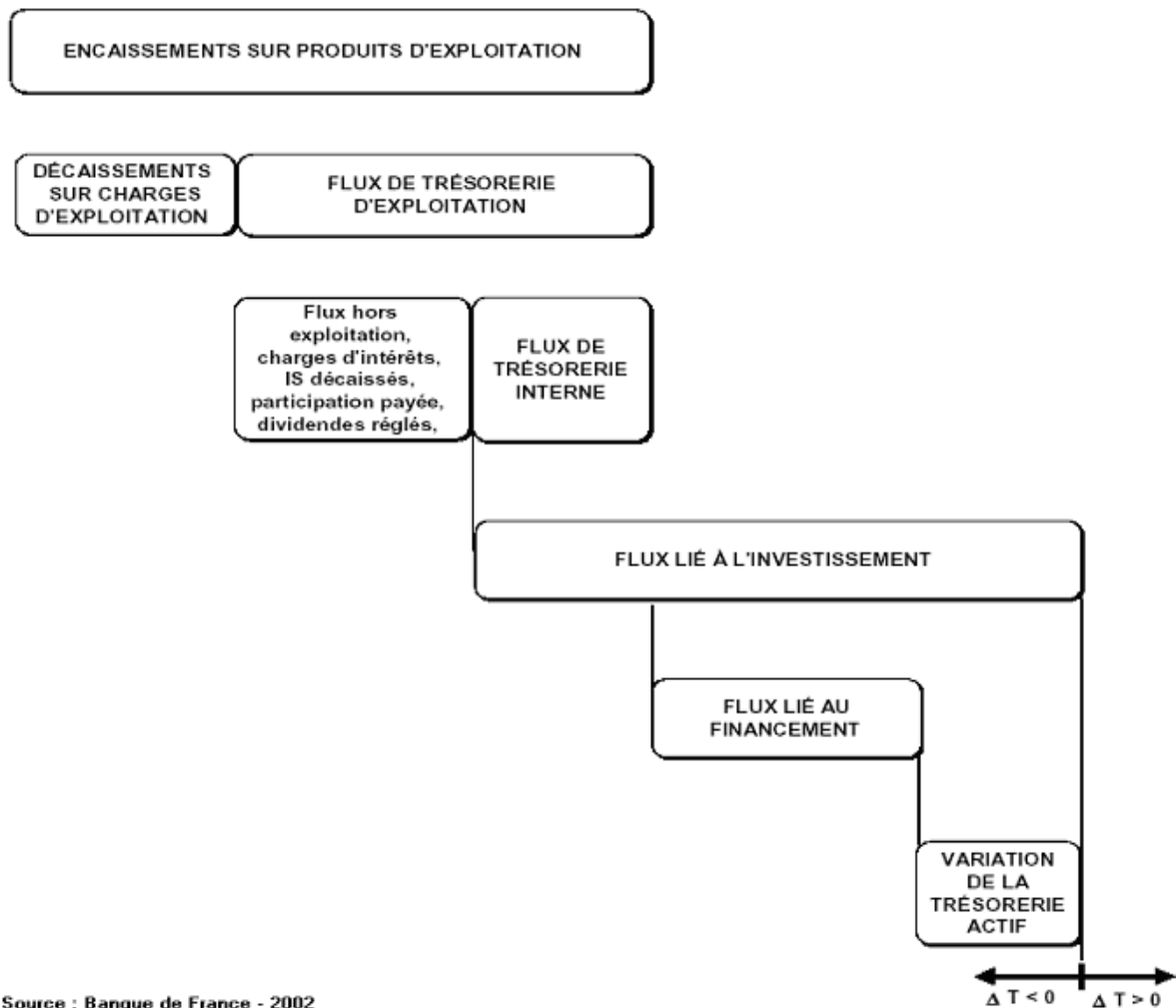
¹ Le BFR est le besoin de financement qu'entraîne essentiellement le déroulement permanent du cycle d'activité (Achats/production/vente). D'un point de vue comptable le BFR est la différence entre les éléments de l'actif circulant (Stock, créances,...) et les éléments du passif circulant constitué par les dettes à court terme générées par :

- l'exploitation (cycle achat/production/vente)
- l'investissement (achats/ventes d'immobilisations)
- la fiscalité (acomptes et règlement de l'impôt sur les sociétés)

Par convention on distingue le BFR d'exploitation (BFRE), généré par l'activité d'exploitation de l'entreprise, et le BFR hors exploitation (BFRHE), généré par l'activité hors exploitation.

² Le Fonds de roulement (FR) est défini comme l'excédent de capitaux stables (capitaux propres, dettes à moyen long terme) par rapport aux emplois durables, utilisé pour financer une partie des actifs circulants (BFR).

Figure II-6 : Schéma du tableau de flux de trésorerie



On doit constater que du point de vue de la comptabilité française, les primes d'intéressement et l'abondement affectent les flux de trésorerie d'exploitation, tandis que les primes de participation affectent la trésorerie hors exploitation.

2.1.2 - L'épargne salariale : une rémunération différée facteur de réduction du BFR

Le caractère différé de la rémunération sous forme d'épargne salariale est explicite lorsqu'il s'agit des dispositifs de placement financier dans l'entreprise : la participation, les diverses

formes de PEE ou l'actionnariat salarié. Le salarié renonce à disposer de ces sommes pendant un certains laps de temps, en contrepartie d'avantages financiers (abondement, décote) ou fiscaux.

Cependant, sans tenir compte des formules de placement, l'épargne salariale se présente comme une rémunération différée de court terme. En effet, en tant que partage du profit, la détermination de son montant et son versement ne peuvent intervenir qu'après réalisation du profit. Ce fonctionnement implique une rupture avec le rythme de versement des rémunérations salariales.

Traditionnellement, la rémunération des salariés est considérée comme une « avance » que l'employeur doit faire pour permettre la réalisation d'une production. Les salaires constituent donc une partie du capital circulant que l'entreprise doit financer pour son activité. Le versement des salaires doit être renouvelé périodiquement ce qui oblige l'entreprise à constituer une trésorerie lui permettant de payer ses salariés. Ainsi, en France, depuis la loi du 19 janvier 1978 les salaires sont mensualisés¹. Si la législation n'impose pas de date précise pour le paiement effectif du salaire, elle précise que celui-ci doit être payé une fois par mois à date fixe avec possibilité d'un acompte à quinzaine. La régularité du paiement doit être assurée avec un intervalle régulier, tout retard de paiement, même en cas de circonstances exceptionnelles, pouvant entraîner des sanctions civiles et pénales. L'entreprise doit donc disposer de suffisamment de liquidités à la date prévue pour le versement régulier des salaires.

L'épargne salariale obéit à une autre logique. Les primes de participation ou d'intéressement sont déterminées à la clôture de l'exercice et souvent payées au cours de l'exercice suivant². Quant à l'abondement de l'entreprise, celui n'est payé au moment où salariés effectuent leurs versements sur le PEE. Certes, le paiement des primes ou de l'abondement se traduit par un décaissement, mais celui-ci n'intervient généralement qu'une fois le résultat de l'exercice réalisé. Ainsi, contrairement au salaire, l'intéressement ou la participation ne constituent plus une avance en capital lors de la production.

¹ La mensualisation permet aux salariés de bénéficier d'une rémunération stable qui n'est plus affectée par les variations du temps de travail d'un mois à l'autre. C'est-à-dire, une seule paie par mois dont le montant est identique tous les mois quel que soit le nombre de jours ouvrables.

² L'accord d'intéressement peut prévoir des versements infra-annuels : aux dates convenues des projections sont effectuées par rapport au montants des ratios servant de base à la formule de calcul de la prime. Dans ce cas, l'entreprise avance donc la prime au salarié. Moins de 4 % des accords signés en 2003 prévoyaient une périodicité de versement infra-annuel (CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2005) p.39).

L'épargne salariale, en différant une partie de la masse salariale, va donc réduire les « décaissements temporaires »¹. Elle s'apparente ainsi à une annualisation de la rémunération. Ce différé de paiement permet à l'entreprise de réduire son Besoin en Fond de Roulement et donc d'améliorer sa trésorerie. Comme le souligne Eric VERNIER, « Les produits d'épargne entreprise sont donc une amélioration du BFR au même titre qu'une augmentation du délai des dettes fournisseurs² ».

2.1.3 - La gestion de trésorerie source de création de valeur pour l'actionnaire

L'objectif « classique » de la gestion de trésorerie est de se rapprocher d'un solde de trésorerie nul (« objectif de trésorerie 0 ») afin que les flux générés par l'activité économique permettent de financer les investissements (d'exploitation et financiers) et les flux financiers (frais financiers, dividendes, impôts) sans avoir à recourir à l'endettement³. Cet objectif financier est d'ailleurs cohérent avec le principe de gouvernance édicté par la théorie des *Free cash flow (FCF)* de Michael C. JENSEN⁴ qui postule que l'entreprise ne doit pas conserver ses excédents de trésorerie mais les restituer aux actionnaires.

Dans les faits, les entreprises vont souvent détenir des excédents de trésorerie, pour accroître le pouvoir discrétionnaire des dirigeants⁵, mais pour faire face à des opportunités d'investissement⁶, notamment des placements financiers à court terme. En effet, le placement des flux de trésorerie peut accroître le résultat de la firme et réduire ainsi l'incertitude portant sur la rémunération des

¹ SIMONS G. (1948), "Economic and legal aspects of profit-sharing plans", *Industrial and labor relations review*, vol. 2, n° 1, pp. 76-89.

² VERNIER E. (2001), « le lien entre épargne salariale et performance financière de la firme », *Cahier de Recherche du CLAREE*, p. 6.

³ ROUSSELOT P. et VERDIE J-F. (1999), *La gestion de trésorerie*, Dunod, p. 31.

⁴ JENSEN M.C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, n° 2, pp. 323-329.

⁵ COUDERC N. (2006), « La détention d'actifs liquides par les entreprises. Quelles explications ? », *Revue Economique*, Vol. 57, n° 3, p. 485-496.

⁶ FERREIRA M. et VILELA A. (2004), "why do firm hold cash? Evidence from EMU countries", *European financial management*, Vol. 10, n° 2, pp. 295-319.

actionnaires. Ainsi, selon J. MORRIS¹, la gestion active par l'entreprise des certains excédents de trésorerie permet alors de réduire le risque associé à la firme (le bêta) et donc le coût moyen pondéré du capital. D'ailleurs, contrairement aux prédictions de la théorie des FCF, les entreprises qui possèdent d'importantes réserves de trésorerie ont des performances opérationnelles équivalentes ou supérieures aux autres entreprises².

Quoi qu'il advienne de leur affectation, une entreprise a donc toujours intérêt à maximiser les flux de trésorerie générées par son activité (les *Free cash flow*). A ce niveau, la situation de trésorerie de l'entreprise va avoir un effet direct sur ses résultats. Il y a en effet une relation équivoque entre les résultats et les besoins de trésorerie de l'entreprise. L'activité de l'entreprise génère un flux de trésorerie que mesure, par exemple, l'excédent brut d'exploitation (EBE). Cependant pour connaître la trésorerie véritablement générée par l'exploitation il faut corriger l'EBE de l'impact et de l'incidence des décalages entre les flux économiques (ventes/achats) et les flux financiers (encaissements/décaissements). On doit donc calculer l'Excédent de Trésorerie d'Exploitation (ETE) c'est à dire le flux de liquidité d'exploitation net des décalages de trésorerie liés au déroulement de l'exploitation mesuré par le BFRE. Soit :

$$ETE = EBE +/- \text{variation BFRE}$$

Pour une même activité économique (EBE identique), l'ETE peut s'apprécier ou se déprécier en fonction des variations du seul BFRE (ce que symbolise l'indécision du signe +/-). En d'autres termes, en dehors de toute variation de l'activité économique, l'entreprise peut voir ses performances opérationnelles modifiées par la seule variation de la trésorerie nécessaire à son activité. En cas d'accroissement du BFRE, l'entreprise devra ponctionner une partie des liquidités générées par l'exploitation pour financer certains décaissements, ce qui réduira d'autant son EBE et donc ses résultats. Inversement, une diminution du BFRE permettra à l'entreprise d'accroître son EBE. Ce raisonnement, peut être étendu au BFRHE (investissements, fiscalité) et au résultat net de l'entreprise.

¹ MORRIS J. (1983), "the role of cash balances in firm valuation", *The journal of financial and quantitative analysis*, vol. 18, n° 4, pp. 533-545.

² MIKKELSON W. et PARTCH M. (2003), "Do persistent large cash reserves hinder performance ?", *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 38, n° 2, pp. 275-294.

Pour les actionnaires, le niveau de cet ETE est fondamental puisqu'il va déterminer celui des *free cash flow*. Ce dernier peut en effet se calculer comme suit¹ :

$$\begin{aligned} & \text{Excédent de trésorerie d'exploitation} \\ & \quad - \text{charges financières} \\ & \quad - \text{impôt sur le résultat d'exploitation} \\ & \quad - \text{investissement de maintien} \\ & = \quad \textbf{free cash flow} \end{aligned}$$

En d'autres termes, la minimisation du BFR, permet à résultat d'exploitation constant, d'accroître le *free cash flow* de l'entreprise, c'est à dire le niveau des liquidités potentiellement distribuables aux actionnaires.

Pour préserver ou améliorer ses résultats, l'entreprise a donc toujours intérêt à minimiser son BFR. Comme le montrait déjà Karl Marx², la rotation du capital circulant a un impact décisif sur la profitabilité de l'entreprise. L'objectif de l'entreprise est donc de réduire ses délais d'encaissement (compte clients – reflux des liquidités vers l'entreprise) et d'accroître ses délais de décaissement (compte fournisseurs). De telles stratégies de gestion du capital circulant aboutissant à réduire le BFR se traduisent généralement par un impact positif sur la profitabilité³.

Par ailleurs, la réduction du BFR constitue un des axes privilégiés de la stratégie de création de valeur, puisqu'elle permet de réduire le coût des capitaux engagés. En effet, à l'équilibre, toute réduction du BFR doit se traduire par une réduction équivalente du FR, c'est à dire des capitaux permanents de l'entreprise (Dette et capitaux propres)⁴.

¹ Nous suivons en cela la proposition de COLASSE B. (2003), *l'analyse financière de l'entreprise*, Collection Repères, Ed. La Découverte, p. 43.

² MARX K. (1974), *Le Capital*, livre II, Editions Sociales, p 144.

³ C'est ce que montrent les études empiriques de DELOOF M. (2003), "Does working capital management affect profitability of belgian firms ?", *Journal of Business, Finance & accounting*, vol. 30, n° 3-4, pp. 573-588 ; SHIN H-H. et SOENEN L. (1998), "efficiency of working capital management and corporate profit", *Financial practice and education*, Fall/winter, pp. 37-45.

⁴ RANSON G-P et CHESNAU D. (2003), *Trésorerie, risques de marchés et gouvernement d'entreprise*, Economica, 144 p. Une réduction du BFR permet de diminuer l'endettement de l'entreprise. Mais plus encore, Les auteurs soulignent que le coût du BFR est plus élevé que celui d'une dette classique, puisqu'il est financé en partie par emprunt mais aussi en partie par des capitaux propres. Une réduction du BFR se traduit donc par une réduction de coût plus importante qu'un simple désendettement.

On le voit, la gestion du BFR, constitue un axe majeur de la politique financière des entreprises, en particulier dans le cadre d'une stratégie de création de valeur pour l'actionnaire. Et l'épargne salariale, en tant que rémunération différée, peut justement contribuer à la modération du BFR de l'entreprise et finalement participer à l'amélioration des ETE et donc des FCF de l'entreprise.

Sous-section 2.2 - Une source de financement avantageuse

Dès sa création, l'épargne salariale avait, parmi ses objectifs, la contribution aux fonds propres des entreprises. Ainsi, comme nous l'avons déjà montré (cf. Chapitre I, section 2), les premières ordonnances sur l'intéressement prévoyaient explicitement la possibilité d'octroyer la prime sous forme de titres de l'entreprise. Cette logique trouve son aboutissement dans le dispositif de la participation aux résultats où les primes attribuées aux salariés doivent obligatoirement être placées pendant cinq années dans des dispositifs d'épargne en entreprise. Par ailleurs, des dispositions législatives et fiscales n'ont cessé d'encourager le placement des primes d'intéressement sur des OPCVM. Enfin, le récent développement de l'actionnariat salarié via les stock-options, les attributions gratuites ou le développement des FCPE majoritairement investis en titre des entreprises, montre l'actualité de cette problématique. Ainsi, l'épargne salariale peut aussi être un moyen de financement avantageux pour les entreprises, en raison de certaines dispositions fiscales et comptables, mais aussi dans le cas de difficultés d'accès aux financements externes.

2.2.1 - orienter les liquidités de l'épargne salariale vers le financement de l'entreprise

Pour se financer (investissement, BFR, versement de dividendes) l'entreprise peut avoir recours à trois grandes sources de financement : l'autofinancement, l'endettement et les émissions d'actions. Le choix d'un mode de financement est guidé à la fois par des considérations conjoncturelles (niveau des taux d'intérêts réels, fiscalité) et par des contraintes propres à

l'entreprises (risque de défaillance, structure actionnariale...), sachant que du point de vue de l'investisseur seule la « création de valeur » importe¹.

Comment positionner l'épargne salariale parmi ces modes de financement ? A priori, l'épargne salariale conduit à un financement via des fonds propres externes (endettement dans le cas des Comptes Courants Bloqués ou de l'achat d'obligations et capitaux propres dans le cas de l'actionnariat salarié). Pourtant, les salariés peuvent être considérés comme des investisseurs internes et les flux d'épargne salariale peuvent s'apparenter à des fonds propres internes, puisque il s'agit en fait d'une partie des liquidités dégagées par l'activité qui servent à verser des primes aux salariés puis ensuite à acquérir des titres de l'entreprise. Dans la plupart des cas, les sommes versées sous formes de partage des profits ou d'abondement ne « sortent » pas de l'entreprise, mais transitent par les comptes de personnels, pour se retrouver, pour un certains temps, sur les comptes de capital de l'entreprise.

La nature ambiguë de l'épargne salariale comme source de financement, pose ainsi un certain nombre de questions. Les salariés actionnaires vont-ils se comporter comme des investisseurs externes et promouvoir la *corporate governance*, ou bien vont-ils plutôt avoir tendance à se ranger du côté des investisseurs internes (dirigeants ou actionnaire majoritaire) ? Les fonds provenant de l'épargne salariale doivent-ils être appréhendés et évalués comme des fonds propres d'origine externe, ou bien comme une forme particulière d'autofinancement ? La réponse apportée à ces questions conditionne évidemment l'analyse. Si l'on considère les augmentations de capital destinées aux salariés comme une forme parmi d'autres de financement externe, il en découlera une analyse plutôt en terme d'incitation et de contrôle. En revanche, si on adopte une

¹ Deux grands courants théoriques s'opposent sur la structure de financement que doit adopter la firme : la théorie du ratio d'endettement optimal (*static trade off*) et la théorie du financement hiérarchisé (*pecking order*). Pour la première, l'endettement joue un rôle déterminant en terme de création de valeur car il permet de minimiser les coûts d'agence des fonds propres (instrument de discipline des dirigeants) et présente certains avantages fiscaux (les intérêts sont déductibles du résultat de la firme). Dès lors, le ratio d'endettement (dette/ fonds propres) optimal est celui qui permet d'arbitrer entre les avantages de la dette et ses inconvénients (risques de défaillances, coût d'agence des dettes financières). Ajoutons, la Théorie de l'agence pour qui la dette est un outil de discipline des dirigeants et les FCF (capacité d'autofinancement) doivent être restitués aux actionnaires en l'absence de projets rentables. En revanche, la théorie du financement hiérarchisé considère qu'en présence d'asymétries d'information, le mode de financement choisi par la firme constitue un signal envoyé aux investisseurs externes. De ce fait, les entreprises (dirigeant et/ou actionnaire de référence) préféreraient avoir recours prioritairement aux fonds propres internes (auto-financement) plutôt qu'aux fonds propres externes. Dans le cas d'un financement externe, la priorité serait donnée à l'endettement (levier financier) plutôt qu'à l'augmentation de capital.

approche de l'épargne salariale comme une forme dérivée d'autofinancement permettant d'orienter la rémunération des salariés vers les fonds propres de l'entreprise, alors l'analyse se doit de privilégier une approche en termes financiers. Nous proposons de considérer cette dernière perspective, et donc d'analyser le développement l'épargne salariale plutôt comme un outil de gestion des liquidités de l'entreprise permettant d'atteindre des objectifs de création de valeur, plutôt que comme un dispositif incitatif à la création de valeur¹.

Pour que l'épargne salariale s'oriente vers les fonds propres des entreprises, il existe plusieurs canaux, souvent imbriqués : les comptes courants bloqués et l'actionnariat des salariés.

A) Les Comptes courants bloqués

Les primes de participation étant obligatoirement bloquées pendant cinq années, elle peuvent être placées sur des comptes courants bloqués (CCB) qui sont obligatoirement affectés au financement d'investissements de l'entreprise. Ces CCB constituent une forme d'endettement à moyen-long terme qui peut être assimilée à des quasi-fonds propres pour l'entreprise². Néanmoins, ce mode de placement tend à disparaître : selon Jacques GODFRAIN et François CORNUT-GENTILE « près de 90 % des accords de participation signés depuis 5 ans ne comportent pas de compte courant bloqué dont le taux moyen de rémunération est de 5,8 %, taux particulièrement élevé pour les entreprises en comparaison des taux bancaires actuels³ ». Par ailleurs, les CCB subissent la concurrence des autres dispositifs de placement (PEE, SICAV et FCPE)⁴. Ainsi, en 2003, ils ne recueillaient plus que 35 % des flux de primes de participation, contre près de 60 % en 1980. Et cette tendance devrait s'accélérer, puisque la récente loi sur la participation et l'actionnariat salarié du 31 décembre 2006, non seulement, prohibe désormais les

¹ Sans que ces analyses soient évidemment exclusives. L'épargne salariale est certainement à la fois un mécanisme incitatif et un instrument de gestion des liquidités. Simplement, ce dernier point nous semble devoir être privilégié dans le cadre d'une économie financiarisée.

² En particulier vis à vis des établissements de crédit.

³ GODFRAIN J et CORNUT-GENTILE F. (2005), op.cit., p. 44. Ces taux élevés s'expliquent par la réglementation en vigueur (Art. R. 442-12 du code du travail, dernier alinéa) qui prévoit que la rémunération des CCB ne peut être inférieure au taux moyen des rendements des obligations des sociétés privées (TMOP) publié par le Ministère de l'économie. Pour le premier semestre 2006 le TMO s'élevait à 4 % (JO du 12 juillet 2006, p. 10418)

⁴ Notamment en raison d'un régime fiscal moins favorable : en effet, à l'issue du délai d'indisponibilité de cinq ans, les sommes placées sur un CCB ne peuvent plus bénéficier d'exonérations fiscales, tandis que les sommes placées en actions de l'entreprise ou versées à des OPCVM peuvent continuer à bénéficier de ces exonérations.

accords de participation qui ne proposerait une affectation de la RSP uniquement en CCB, mais impose de surcroît que tous les nouveaux accords prévoient l'affectation au sein d'un PEE.

B) Les augmentations de capital réservées aux salariés

Pour renforcer ses fonds propres, l'entreprise peut aussi octroyer directement des actions de l'entreprise à ses salariés. Mais cet actionnariat des salariés ne viendra renforcer les fonds propres que dans la mesure où il sera la contrepartie d'une augmentation de capital.

Comme nous l'avons vu, les sommes versées au titre de la participation peuvent servir à acquérir directement des titres de l'entreprise. Depuis 2005, il existe même un dispositif qui permet d'attribuer gratuitement des actions aux salariés¹. Cependant celui-ci a un impact discutable sur les fonds propres de l'entreprise puisque ces actions sont intégralement financées par l'entreprise en contrepartie d'un délai d'indisponibilité de deux ans².

Mais les entreprises peuvent surtout procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés. Lorsque celles-ci sont réalisées grâce aux sommes placées sur un PEE, le prix de souscription des actions peut bénéficier d'une décote de 20 % (en contrepartie de l'indisponibilité des titres pendant 5 années - et même de 30 % en cas d'indisponibilité d'au moins 10 ans). D'ailleurs, les sommes placées sur les PEE peuvent aussi servir à financer la levée de plan d'option de souscription d'action³. Cependant la plupart des augmentations de capital réservées aux salariés sont réalisées par le biais d'OPCVM (parfois SICAV mais généralement FCPE) associés à un PEE, qui recueillent les primes de participation et d'intéressement, les versements volontaires des salariés et d'éventuels abondements de l'entreprise.

L'actionnariat des salariés combine souvent les dispositifs : les primes d'intéressement et de participation sont versées dans un PEE, lui-même investi dans FCPE investis en titres de l'entreprise (qui donne souvent lieu à abondement) et dont les fonds servent à souscrire

¹ Le Plan d'attribution gratuite d'actions (PAGA)

² Elle ne constitue d'ailleurs pas un mécanisme incitatif puisque le gain pour le salarié est certain. Ce dispositif est plus certainement un outil de fidélisation ou de récompense.

³ Dans ce cas les actions ainsi acquises sont placées sur le PEE et indisponibles pendant cinq années.

collectivement aux augmentations de capital réservées aux salariés. Cette combinaison permet à l'entreprise de bénéficier d'avantages financiers qui rendent ce mode de financement très attractif.

2.2.2 - L'actionnariat salarié : une source de financement avantageuse pour l'entreprise

Aux Etats-Unis et en France, des dispositions fiscales et certains montages financiers peuvent permettre aux entreprises d'utiliser l'actionnariat salarié comme une source de financement originale et avantageuse.

A) Les ESOP: une source de financement pour les entreprises Etats-Uniennes

L'utilisation des fonds d'épargne salariale pour le financement des entreprises est particulièrement poussée dans le cadre du système Etats-uniens des Plans d'actionnariat des salariés (ESOP – *Employee stock ownership plans*¹) qui permet à l'entreprise de bénéficier de nombreux avantages financiers. Un ESOP est un fond (techniquement appelé « trust ») créé à l'initiative de l'employeur et qui est exonéré d'impôts sur les sociétés ou le revenu. Du point de vue de l'administration fiscale, l'ESOP est un plan de retraite à contributions définies qui peut être investi intégralement en titre de l'entreprise, répartis individuellement entre les employés (comptes individuels) dont les avoirs sont bloqués jusqu'à leur départ de l'entreprise (licenciement, démission, retraite).

L'entreprise peut contribuer à l'ESOP en lui octroyant directement des actions ou bien en lui versant des liquidités qui seront utilisées pour acheter des actions. Premier avantage : ces contributions sont fiscalement déductibles du revenu imposable de l'entreprise. En particulier,

¹ Sur le fonctionnement et le développement des ESOP, voir par exemple : WIRTZ R. (2007), "employee ownership : economic miracle or ESOPs fable ?", *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, june, pp 23-41. Selon le National center for Employee Ownership (NCEO), en 2005, il existait environ 9 225 ESOP aux Etats-Unis, couvrant plus de 10 millions de salariés.

dans le cadre d'une contribution sous forme d'actions, l'entreprise n'a pas à sortir de liquidités et peut déduire de ses impôts la valeur de marché des actions octroyées à l'ESOP.

Mais les avantages ne s'arrêtent pas là. En effet, un ESOP peut emprunter de l'argent pour financer l'achat de titres de l'entreprise : on parle alors d'un *leveraged ESOP* (plan d'actionnariat salarié à effet levier). Dans ce cadre, l'ESOP va utiliser l'argent emprunté pour acheter ou souscrire des titres de l'entreprise. Cet emprunt sera ensuite remboursé par l'entreprise qui effectuera chaque année des versements¹ pour que l'ESOP rembourse la banque qui a octroyé le prêt. Ces contributions de l'entreprise, équivalentes au montant de l'emprunt et des intérêts, sont entièrement déductibles du revenu imposable de l'entreprise.

Qui plus est si les dividendes versés au titre des actions détenues par l'ESOP servent à rembourser cet emprunt, leur montant est lui aussi déductible du revenu imposable de l'entreprise... de même que le montant des dividendes versés directement aux salariés adhérant à l'ESOP peut être déduit des impôts de la société². Grâce à ces nombreuses exonérations fiscales, d'un plan de retraite pour les salariés, l'ESOP devient alors pour l'entreprise un moyen de lever « gratuitement » des fonds et peut donc contribuer à financer l'exploitation³.

B) En France, Les augmentations de capital réservées aux salariés permettent de baisser le coût du capital

En France, l'actionnariat salarié n'est pas considéré comme un plan de retraite⁴, mais lorsqu'il passe par une augmentation de capital réservée aux salariés, il présente aussi un certain nombre d'avantages financiers pour l'entreprise et les salariés. Ces derniers peuvent se voir proposer une

¹ Ce qui signifie que l'entreprise va bénéficier immédiatement de l'achat ou de la souscription de ses titres par l'ESOP, et ne remboursera l'emprunt que de manière échelonnée, sur la durée du prêt... bref une économie substantielle de liquidités.

² Ce point renvoie à la discussion théorique sur la structure financière de la firme : les modèles traditionnels considérant que l'endettement présentait un avantage fiscal par rapport à l'augmentation de capital, les intérêts de la dette étant déductibles du résultat net mais pas les dividendes. Dans le cadre d'un ESOP, les dividendes versés sont désormais déductibles ce qui élimine l'avantage fiscal de l'endettement.

³ En revanche, il est très risqué pour les salariés épargnants qui voient leur épargne retraite entièrement liée à la santé économique et financière de leur entreprise, au risque de sévères déconvenues (cf. la Société Enron où les salariés « bénéficiaient » effectivement d'un ESOP quasi-exclusivement investi en titre « maison » et qui a fait suivre la société dans sa faillite, ruinant ainsi des salariés qui en plus se sont retrouvés au chômage...).

⁴ Le seul dispositif d'épargne retraite en entreprise (le PERCO) excluant explicitement le placement des fonds en titres de l'entreprise, afin d'éviter d'exposer les salariés à une perte de leurs avoirs en cas de faillite de l'entreprise.

décote sur le prix de souscription et un abondement de leurs versements à condition que l'augmentation de capital passe par un PEE. Ces avantages octroyés aux salariés constituent cependant un sur-coût pour l'entreprise. Mais, l'entreprise bénéficie de mesures fiscales qui permettent de rendre une augmentation de capital réservée aux salariés plus avantageuse que d'autres formes d'augmentation de capital.

En effet, pour déterminer la part du financement apportée par la souscription d'actions via les mécanismes d'épargne salariale, il convient de prendre en compte le coût de cette opération pour l'entreprise :

- la décote accordée aux salariés
- l'abondement (en numéraire ou sous forme d'attribution gratuite d'actions)
- les charges résultant d'un éventuel prêt accordé aux salariés pour l'acquisition des actions.

Ces surcoûts par rapport à une augmentation de capital classique sont compensés par des exonérations fiscales : Les montants de l'abondement¹ et de la décote², de même que les frais engendrés par cette opération³, sont déductibles de l'impôt sur les sociétés.

Il existe principalement deux modalités d'augmentation du capital⁴ :

- L'augmentation de capital par incorporation des réserves ou des bénéfices
- L'augmentation de capital par apport en numéraire

Ces opérations permettent à l'entreprise de renforcer ses capitaux propres. Elles sont cependant souvent moins avantageuses qu'une augmentation de capital réservée aux salariés⁵.

C) L'actionnariat salarié est plus avantageux qu'une augmentation de capital en numéraire ...

¹ Selon l'article 217 du CGI.

² Celle-ci est en effet comptabilisée comme prime d'émission

³ les frais d'augmentation de capital, les frais de gestion des actions émises jusqu'à la date de levée de l'option (si plan d'option de souscription d'action), les frais d'acquisition des actions par les salariés (rémunération des intermédiaires, impôt sur les opérations de bourse et frais liés à l'inscription au registre des transferts).

⁴ Les deux autres modalités étant la compensation de créances en parts sociales et les apports en nature.

⁵ Techniquement une augmentation de capital réservée aux salariés est une augmentation de capital en numéraire. « En effet, l'impact final de l'opération consiste à accroître la trésorerie de l'entreprise en augmentant le capital et éventuellement le poste prime d'émission ». HENRARD M. et Alii (2005), *Dictionnaire comptable et financier*, Groupe Revue Fiduciaire, p. 165.

Lors d'une augmentation de capital en numéraire, la société émet de nouveaux titres qui seront souscrites par les investisseurs. La société voit alors ses capitaux propres s'accroître du montant des nouvelles actions souscrites. Dans la cadre d'une augmentation de capital réservée aux salariés, l'effet sur les capitaux propres est strictement identique, sauf si les salariés bénéficient d'une décote sur le prix de souscription, les capitaux propres ne s'accroissant alors que du prix de souscription (soit la différence entre la valeur du titre et la décote) multiplié par le nombre d'actions acquises par les salariés. Bien entendu cette décote est déductible de l'impôt sur les sociétés ce qui fait que son impact sur les finances de l'entreprise reste modeste.

Cependant, l'arbitrage entre ces deux opérations n'est pas neutre pour les actionnaires. En effet lors d'une augmentation de capital, les actionnaires déjà présents au capital peuvent voir diluer leurs droits lors de l'émission de nouvelles actions ; c'est pourquoi, lors d'une augmentation de capital en numéraire, ceux-ci bénéficient souvent¹ d'un droit préférentiel de souscription². En revanche dans le cadre de plan d'option de souscription d'action ou d'augmentation de capital réservée aux salariés les actionnaires ne peuvent plus bénéficier de ce droit préférentiel de souscription : ils subissent alors une dilution de leurs droits³.

D) ... Et qu'une augmentation de capital par incorporation des bénéfices

Par ailleurs, une augmentation de capital par incorporation des bénéfices⁴ est plus coûteuse pour l'entreprise. Outre que ce sont ses ressources propres (réserves ou bénéfices) qui sont utilisées pour cette opération, l'entreprise doit aussi s'acquitter d'un impôt de 15 %⁵ sur les bénéfices

¹ L'assemblée qui décide ou autorise une augmentation de capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription pour la totalité de l'augmentation de capital ou pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation.

² Ce droit est 1) proportionnel aux actions déjà détenues ; 2) détachable de l'action ; 3) Négociable en bourse. Concrètement ce droit permet aux anciens actionnaires de conserver le même pourcentage du capital et ainsi d'éviter une dilution de leurs droits. Cependant, un ancien actionnaire ne souhaitant pas souscrire à cette augmentation de capital va pouvoir revendre ses droits à d'autres investisseurs pendant toute la durée de l'opération. Ce droit préférentiel de souscription permet alors d'ajuster le prix d'émission à la valeur marchande de l'action, et éventuellement de réaliser une plus value.

³ Qui prend la forme d'une baisse du Bénéfice par action (BPA).

⁴ Cette procédure permet à l'entreprise d'augmenter ses capitaux propres selon deux modalités : soit une élévation du nominal des actions, soit par attribution (et non souscription) d'actions nouvelles. Elle est décidée par le CA et doit être validée par l'AGE à la majorité simple des actionnaires présents.

⁵ Fiscalement ceux-ci sont considérés comme des bénéfices non distribués (Art. 112 et suivants du CGI), le taux d'IS pour les bénéfices distribués (Art. 109 et suivants du CGI) étant de 33,33 %.

incorporés au capital. En revanche, une telle opération n'a pas d'effet négatif sur la richesse des actionnaires, ceux-ci pouvant voir le nominal de leurs actions s'accroître ou bien recevoir gratuitement de nouveaux titres. En comparaison, si l'entreprise choisit de distribuer ses bénéfices aux salariés via une prime de participation ou d'intéressement et que cette prime sert à la souscription de l'entreprise, les capitaux propres peuvent s'accroître de la même manière¹, si ce n'est que dans ce cas l'entreprise échappe au prélèvement de 15 % et peut déduire le montant des primes de partage des profits de l'assiette de l'impôt sur les sociétés. Compte tenu des exonérations fiscales, l'épargne salariale constitue ainsi un moyen de financement beaucoup plus avantageux qu'une augmentation de capital par incorporation de bénéfices². En revanche, les autres actionnaires vont, ici aussi, subir une dilution de leur richesse.

E) L'intérêt des plans d'actionnariat à effet levier

L'intérêt financier de l'actionnariat salarié peut aussi être multiplié dans le cadre d'augmentation de capital via des FCPE à effet levier. Dans ce cas, les versements des salariés vont être multipliés par le recours à un emprunt bancaire souscrit par le FCPE. Par exemple, pour toute souscription d'une action, le salarié bénéficiera du rendement d'un certain nombre de titres supplémentaires financés par un emprunt. Par ailleurs, ces opérations ouvrent droit aux avantages habituels (décote, abondement) et s'accompagnent généralement d'une garantie de capital ou de performance pour le salarié³. Le coût de l'emprunt n'est pas supporté par le salarié ou l'entreprise, mais par la banque qui se rémunère en conservant une partie de la plus-value réalisée par l'action⁴, mais supporte l'intégralité du risque en capital⁵. A la fin de la période de blocage de cinq années, le salarié retrouve son capital initial augmenté des intérêts cumulés acquis sur l'ensemble des titres, tandis que la banque récupère les titres financés par emprunt. Les

¹ Abstraction faite d'une éventuelle décote sur le prix de souscription.

² Même si contrairement à l'autofinancement, l'entreprise devra au cours des exercices suivants reverser des dividendes attachés aux actions détenues par les salariés (KOENIG G. (1975), « Politique de la firme et système français de la participation aux résultats », *Revue Economique*, vol. 26, n° 2, pp. 245-279)

³ L'ensemble de la valeur des titres détenus par un salarié dans le cadre d'un FCPE à effet levier, y compris les titres financés par emprunt, ne peut pas dépasser 25 % de sa rémunération brute annuelle. Par exemple, si pour une part de FCPE correspondant à la souscription d'une action, le salarié bénéficie du rendement de 9 actions supplémentaires (rapport de 1 à 10), il ne pourra pas investir plus de 2,5 % de son revenu dans ce fonds.

⁴ Sans compter l'utilisation de certains contrats d'échange SWAP...

⁵ Par exemple si le plan d'actionnariat à effet levier garantit une rémunération de 5% par an aux salariés actionnaires, et que sur la période de blocage de cinq années la performance du titre a été supérieure, la banque conserve le supplément de rémunération. Dans certains cas, le plan peut prévoir que les plus values supérieures à la garantie soient partagées entre les salariés actionnaires et la banque.

augmentations de capital réservées aux salariés par effet levier sont très avantageuses pour les salariés mais aussi pour l'entreprise, qui peut accroître ses fonds propres, au delà des versements des salariés. L'inconvénient de ces opérations est qu'elles impliquent une émission importante de titres et donc une dilution importante de la richesse des autres actionnaires.

Pour l'entreprise, augmenter son capital en faisant appel à ses salariés présente donc un avantage financier substantiel en raison des exonérations fiscales, même si les actionnaires de la société peuvent en revanche subir une dilution de leurs droits. Cela fait de l'épargne salariale combinée aux augmentations de capital réservées aux salariés une source de financement intéressante pour les entreprises qui ont des difficultés de financement.

2.2.3 - Une rémunération flexible source de réduction du coût des fonds propres

L'épargne salariale en tant que rémunération variable, va permettre, aux côtés d'autres mesures de flexibilisation de la masse salariale, d'ajuster en partie le poids des charges salariales de l'entreprise à l'évolution des résultats. Par ce fait, le risque associé à l'entreprise va être diminué – puisque reporté sur les salariés – ce qui va contribuer à diminuer le Bêta de la firme et donc le coût de ses fonds propres tels qu'ils sont évalués par les investisseurs.

En effet, comme le montre Nicolas PILUSO¹, le risque d'exploitation dépend en partie du niveau de la masse salariale et de son degré de flexibilité. Le Bêta de la firme, qui mesure la sensibilité du taux de rendement de ses actifs aux variations du taux de rendement moyen en vigueur sur la marché, est affecté par deux types de risques² :

- le risque financier qui croît avec l'endettement de la firme puisque ce dernier engendre des frais fixes³.

¹ PILUSO N. (2006), « Création de valeur pour l'actionnaire et taux de chômage d'équilibre », *Séminaire CEDO-LEREPS*, Université Toulouse 1, 21 avril, 28 p. ; PILUSO N. (2006), *Chômage et marché financier*, Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université paris X Nanterre, 274 p.

² Ibid. p. 6.

³ En cas d'effet levier, une hausse de l'endettement permet d'augmenter la rentabilité nette des charges financières. Cependant cet endettement augmentera du même coup la prime de risque et donc le coût du capital.

- le risque d'exploitation, c'est à dire l'élasticité du résultat d'exploitation mesurée par le rapport entre le taux de variation du résultat d'exploitation et celui du chiffre d'affaire.

Le risque d'exploitation est accru par les charges fixes, celles-ci augmentant la sensibilité des résultats aux variations du chiffre d'affaires. La masse salariale constituant une importante charge d'exploitation, son niveau comme sa flexibilité sont eux aussi déterminants dans le risque d'exploitation et donc dans le niveau du bêta de la firme. Dans le cadre d'une stratégie de création de valeur pour l'actionnaire, la masse salariale va devenir déterminante puisqu'elle permet d'agir simultanément sur les deux composantes de la création de valeur : les résultats d'exploitation et le coût du capital :

- à recettes données, la diminution de la masse salariale va augmenter le profit de la firme
- la diminution de la masse salariale diminue la contribution de la firme au marché, autrement dit le bêta de la firme et le rendement exigé par les actionnaires.

Pour diminuer la sensibilité de son rendement aux risques de marché, la firme doit ainsi restructurer sa masse salariale en développant les formes d'emplois précaires et les rémunérations variables afin de réduire les coûts salariaux et gagner en flexibilité.

Un raisonnement similaire est introduit par Jay BARNEY¹ qui a mis en évidence le rôle des primes de partage des profits dans la réduction du coût du capital, plus particulièrement vis à vis de la dette. En effet, en cas de situation financière délicate, l'entreprise qui réduit le montant des primes, peut réduire ses coûts du travail, et ainsi libérer des liquidités pour rembourser ses dettes. En ce sens, le partage des profits agit comme un mécanisme de sécurisation des *cash flow* de la firme, transférant une partie du risque subi par les emprunteurs sur les salariés.

Effectivement, une étude récente² montre que les rémunérations des salariés français sont désormais flexibles depuis la fin des années quatre vingt dix. Cependant cette flexibilité n'est pas due aux salaires de base qui demeurent plutôt rigides, mais aux primes variables. Ceci confirme

¹ BARNEY J. B. (1990), "profit sharing bonuses and the cost of debt : business finance and compensation policy in japonese electronics firms", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 7, n° 1, pp. 49-64.

² BISCOURP P., DESSY O. et FOURCADE N. (2005), « les salaires sont-ils rigides ? le cas de la France à la fin des années 1990 », *Economie et Statistique*, n° 386, pp. 59-89.

macro-économiquement le rôle des rémunérations variables, au premier plan desquelles se trouvent l'intéressement et la participation, dans la flexibilisation de la masse salariale pour atteindre les objectifs de création de valeur.

2.2.4 - Epargne salariale, une source de financement pour les entreprises risquées ou en difficulté

Plus spécifiquement, l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat des salariés, peut constituer un moyen de financement pour certaines entreprises, qu'elles aient des difficultés à accéder au crédit ou aux marchés de capitaux ou qu'elles affrontent des difficultés financières rendant inenvisageable l'appel à d'autres créanciers.

A) Faire face au rationnement du financement

Les difficultés de financement des PME non cotées sont souvent évoquées. Selon J-B FOUCAULD J-P BALLIGAND¹, celles-ci n'ont souvent pas la possibilité de faire appel directement à l'épargne publique, leur taille constituant une barrière à l'entrée des marchés de capitaux, elles sont donc tributaires pour leurs financements du crédit bancaire. Cependant les PME sont aussi souvent victimes d'un rationnement bancaire, en raison d'un profil jugé risqué par les établissements de crédit. Alors, par rapport aux grandes entreprises, elles subissent généralement un coût d'accès au financement plus élevé et un plafonnement du volume distribué². Dès lors, Selon Christel DUBRULLE, la contribution des salariés aux fonds propres de leur entreprise, via l'épargne salariale, pourrait constituer une source de financement pour ces PME. D'ailleurs, outre l'apport de liquidités, un tel investissement par les salariés pourrait aussi constituer un signal positif envoyé aux banques qui seraient alors susceptibles de leur accorder plus facilement des crédits.

¹ BALLIGAND J-P, FOUCAULD J-B, HANOTAUX P. (2000), *l'épargne salariale au cœur du contrat social : rapport au premier ministre*, la documentation française, 374 p.

² DUBRULLE C. (2000), « le rôle des salariés dans la relation banque- entreprise », *XXIIIème congrès de l'association française de comptabilité*, Toulouse, p.3. Voir aussi, PASTRE O. et MOSCOVICI P. (1992), op.cit., p. 25.

B) Une solution au risque de défaillance

Dans des cas extrêmes, l'épargne salariale peut constituer l'unique moyen de « sauver » une entreprise. De nombreuses entreprises en difficulté ont ainsi fait appel à leurs salariés pour redresser leur situation : ce fut notamment le cas de certaines compagnies aériennes nord américaines¹, comme United Airlines qui en 1994, au bord de la faillite, a négocié avec ses salariés une réduction importante de leurs rémunérations (de l'ordre de cinq milliards de dollars²) en contrepartie de l'attribution de 55 % des titres de l'entreprise et de places au conseil d'administration. L'objectif initial était de sauver la compagnie en la restructurant pour la positionner sur le créneau du « *low cost* »³.

En France, l'épargne salariale offre aux salariés la possibilité de reprendre leur entreprise suite à un dépôt de bilan ou à l'absence de repreneur⁴. C'était notamment l'objectif spécifique du dispositif de Reprise d'entreprise par les salariés (RES), aujourd'hui disparu, qui permettait aux salariés d'utiliser leur épargne salariale, complétée par un prêt bancaire à effet levier, pour racheter le capital de leur entreprise. Malgré la disparition de la RES, l'utilisation des fonds d'épargne salariale pour reprendre une entreprise est encore possible⁵ : il est ainsi permis d'affecter les primes de participation à la souscription d'actions émises par les sociétés créées par les salariés en vue de la reprise de leur entreprise.

Si l'épargne salariale peut constituer une solution de financement dans un contexte particulier, une telle stratégie pose le problème du risque supporté par les salariés. Ceux-ci concentrent leurs investissements (en capital humain et en capital financier) dans une seule et même entreprise, au risque de perdre leur emploi et leur épargne. Le risque est d'autant plus accru lorsque l'entreprise n'est pas cotée, la liquidité des titres n'étant pas assurée. Ce risque peut théoriquement être réduit par l'intermédiation de fonds gérés collectivement (FCPE, SICAV), qui en centralisant l'épargne de salariés de différentes entreprises peuvent mutualiser les risques. Dans les faits, les OPCVM

¹ En 1993, les compagnies North West Airlines et TWA avaient instauré des plans d'actionnariat salarié dans l'objectif de faciliter leur restructuration.

² Ce qui représentait une réduction des rémunérations de 15 % pour les personnels au sol et de 25 % pour les pilotes.

³ Sur ce cas voir AUTENNE A. (2000), « l'actionnariat salarié en Belgique : une perspective critique », *Carnets du centre de philosophie du droit*, n° 85, 38 p.

⁴ Notamment en cas de difficulté de succession dans le cas d'entreprises familiales.

⁵ La Reprise d'entreprise constituant d'ailleurs un motif de déblocage anticipé des fonds.

d'épargne salariale, comme les autres véhicules de gestion collective français, ne sont que faiblement investies dans les PME et privilégie plutôt les grandes entreprises cotées et les obligations d'Etat¹.

L'actionnariat salarié peut ainsi constituer une source de financement alternative pour les entreprises qui éprouvent des difficultés à obtenir des financements de la part des institutions de crédits ou des investisseurs externes. Mais en dehors de ces considérations, l'actionnariat salarié présente l'avantage de constituer une source de fonds propres qui n'accroît pas la dépendance de l'entreprise et/ou de ses dirigeants vis à vis des investisseurs.

2.2.5 - Un mode de financement pas forcément favorable aux actionnaires

Orienter l'épargne salariale vers les fonds propres de l'entreprise présente de nombreux avantages économiques et financiers. Pour autant, l'intérêt des actionnaires n'est pas nécessairement compatible avec le développement des augmentations de capital réservées aux salariés. Les actionnaires sont exposés à un risque de dilution de leur droits. En terme de gouvernance, le fait que les salariés soit actionnaires de leur société peut se traduire par une défense de la valeur actionnariale mais aussi permettre un enracinement des dirigeants. Et puis, d'un point de vue financier, les augmentations de capital réservées aux salariés se traduisent par une dilution de la richesse des autres actionnaires.

A) Le financement par l'épargne salariale garantie d'une gouvernance favorable aux actionnaires

L'actionnariat salarié peut être considéré comme un moyen de renforcer une gouvernance de l'entreprise favorable aux intérêts des actionnaires. En effet, les investisseurs peuvent anticiper

¹ GIANNI J-M (2000), « Fonds de pension, modalité de collecte et d'allocation de l'épargne : une approche par les évolution de financement », in JACOT H. et LE DUGOU J-C (Dir.), *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial ?*, VO Editions-L'harmattan, pp. 173-189.

certaines effets directs ou indirects de la mise en place d'une épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié.

Les actionnaires peuvent espérer une amélioration de la gouvernance de la firme liée à la réduction des conflits d'agence : en effet, les salariés actionnaires sont des investisseurs beaucoup plus dépendants de la réussite de la firme, en raison du risque important qui pèse sur eux en tant qu'investisseurs à la fois en capital humain et en fonds propres : on peut donc s'attendre à ce qu'ils exercent un contrôle particulièrement pointilleux de la politique du management de la firme. Qui plus est, en tant qu'investisseurs internes à l'entreprise, ils disposent d'une meilleure information sur sa stratégie, et seraient donc en mesure d'effectuer un contrôle plus efficace des dirigeants. Cet accès à des sources diversifiées d'informations permettrait aux salariés actionnaires de se comporter comme un baromètre de la santé de l'entreprise, en particulier pour les investisseurs externes. L'éventuelle défiance des actionnaires salariés vis à vis de la direction permettrait d'alerter les autres parties prenantes au sein de la firme d'un comportement discrétionnaire du dirigeant¹. Inversement, l'annonce d'un plan d'actionnariat des salariés, peut alors être interprété comme un signal positif par les investisseurs : il peut indiquer que l'entreprise anticipe une hausse des cours de son titre dont elle souhaite faire bénéficier ses salariés. L'annonce d'un plan d'actionnariat salarié peut aussi être interprété comme le signal que l'entreprise va probablement faire l'objet d'une OPA, avec de possibles plus-values à la clef².

C'est pourquoi la plupart des actionnaires, en particulier les investisseurs institutionnels³, sont généralement favorables à l'introduction de dispositifs d'épargne salariale, en particulier lorsqu'ils sont orientés vers l'actionnariat des salariés. Pour autant, l'épargne salariale peut avoir des effets négatifs sur les droits des actionnaires, en particulier dans le cas d'augmentation du capital diluant leur richesse ou d'utilisation de l'actionnariat salarié comme un soutien à la stratégie d'enracinement des dirigeants.

¹ GHARBI H. (2006), "l'actionnariat salarié : un tremplin à l'enracinement managérial", *XV^{ème} conférence internationale de management stratégique*, Annecy/Génève, 13-16 juin, p. 7.

² PARK S. et SONG M (1995), "Employee stock ownership plans, firm performance, and monitoring by outside blockholders", *Financial management*, Vol. 24, n° 4, pp. 52-65.

³ SAUVIAT C. et MONTAGNE S. (2001), « l'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et emploi*, n° 87, p. 120 (111-126).

B) Le risque pour les actionnaires : enracinement et dilution

Il n'est cependant pas certain que l'utilisation de l'épargne salariale comme source de fonds propres contribue finalement à accroître la richesse des actionnaires, en particuliers des investisseurs institutionnels, en raison des risques de dilution du BPA ou d'enracinement des dirigeants.

(a) La dilution de la richesse des actionnaires

En premier lieu, le coût de telles rémunérations (décaissements, frais de gestion, coûts informationnels) peut s'avérer important, jusqu'à annuler ou dépasser les éventuels gains de productivité induits. Par ailleurs, lorsque l'actionnariat des salariés s'effectue par création de nouveaux titres ceci peut se traduire par une dilution de la richesse des actionnaires. Car contrairement aux autres formes d'augmentation des capitaux propres (incorporation de bénéfice, augmentation de capital en numéraire) les augmentations de capital réservées aux salariés se traduisent par une dilution de la richesse des autres actionnaires. En effet lors d'une augmentation de capital, les actionnaires déjà présents au capital peuvent voir diluer leurs droits lors de l'émission de nouvelles actions ; c'est pourquoi, lors d'une augmentation de capital en numéraire, ceux-ci bénéficient souvent¹ d'un droit préférentiel de souscription². En revanche dans le cadre de plan d'option de souscription d'action ou d'augmentation de capital réservée aux salariés les actionnaires ne peuvent plus bénéficier de ce droit préférentiel de souscription : ils subissent alors une dilution de leur richesse, qui prend la forme d'une baisse « mécanique » du Bénéfice par action (BPA). De ce point de vue, l'actionnariat des salariés n'aboutirait qu'à « faire payer » une partie de la rémunération des salariés par les actionnaires. On a ainsi pu retrouver ce cas de figure dans l'utilisation importante que de nombreuses entreprises nord-américaines ont fait des plans d'options de souscription d'actions à la fin des années quatre-vingt dix.

¹ L'assemblée qui décide ou autorise une augmentation de capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription pour la totalité de l'augmentation de capital ou pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation.

² Ce droit est 1) proportionnel aux actions déjà détenues ; 2) détachable de l'action ; 3) Négociable en bourse. Concrètement ce droit permet aux anciens actionnaires de conserver le même pourcentage du capital et ainsi d'éviter une dilution de leurs droits. Cependant, un ancien actionnaire ne souhaitant pas souscrire à cette augmentation de capital va pouvoir revendre ses droits à d'autres investisseurs pendant toute la durée de l'opération. Ce droit préférentiel de souscription permet alors d'ajuster le prix d'émission à la valeur marchande de l'action, et éventuellement de réaliser une plus value.

Le seul moyen de neutraliser ces effets dilutifs pour les actionnaires, consiste à procéder à un rachat d'actions équivalent à l'opération d'augmentation de capital... ce qui annulerait du même coup l'impact positif pour le financement de l'entreprise ! Cette stratégie, souvent utilisées par les grandes entreprises, abouti alors indirectement à faire financer par les salariés actionnaires¹, le maintien de la richesse des autres actionnaires.

(b) L'enracinement du dirigeant

Ensuite, l'épargne salariale, loin d'être un outil d'amélioration de la gouvernance de la firme peut au contraire lui faire échec, en particulier lorsque les salariés et les dirigeants l'utilisent pour défendre leurs intérêts exclusifs dans le cadre d'une stratégie d'enracinement. L'intérêt des dirigeants, serait alors d'utiliser l'épargne salariale comme source de financement parce qu'elle limite leur dépendance aux investisseurs externes.

En effet, l'intérêt des salariés peut être divergeant de celui des actionnaires, et les actionnaires salariés peuvent utiliser leurs droits de vote en Assemblée Générale, voire dans les organes de direction pour faire échouer certaines résolutions pourtant favorables aux actionnaires. Mais surtout, l'actionnariat salarié ne peut être instrumentalisé par la direction, afin de renforcer le pouvoir des dirigeants sur le capital (droits de vote), tout en les soustrayant au marché de contrôle. Les actions alors détenues par les salariés s'apparentant alors à une forme d'autocontrôle, permettant notamment de contrer les prises de contrôle hostiles.

Plus qu'une simple incitation à la productivité, les dispositifs d'épargne salariale présentent un intérêt économique direct pour l'entreprise en tant que forme de redistribution. Dans le cadre d'une financiarisation de l'économie et des stratégies d'entreprise où la création de valeur pour l'actionnaire est désormais le principal objectif, la réduction du coût du travail est incontournable. L'épargne salariale va jouer un rôle dans la modération salariale, en permettant de substituer aux

¹ Et par les pouvoirs publics et les organismes de sécurité sociale, étant donnée les exonérations fiscales dont bénéficient les augmentations de capital réservées aux salariés.

augmentations de salaires, une rémunération collective qui présente de nombreux avantages fiscaux, comptables et économiques. Qui plus est, l'épargne salariale, en tant que rémunération différée a aussi un impact financier favorable sur la firme en permettant le renforcement des fonds propres, la réduction du BFR ou la réduction du coût du capital. Pour autant, les différentes parties prenantes à la firme ne tirent pas forcément les mêmes bénéfices de l'épargne salariale orientée vers les fonds propres de l'entreprise. L'intérêt des dirigeants, d'un actionnaire ou d'un bloc d'actionnaires de référence, ou d'investisseurs minoritaires pouvant différer selon que l'épargne salariale se traduit par un rachat d'actions ou une augmentation de capital réservée, ou encore selon qu'elle soit instaurée dans un objectif de création de valeur ou dans une optique d'enracinement.

