

## LES SALARIÉS AMÉRICAINS, NOUVEAUX CAPITALISTES, ACCÈDENT AU CAPITAL DE LEUR ENTREPRISE

MARGARET BLAIR\* ET DOUGLAS KRUSE\*\*

**L**ongtemps considérés d'abord comme d'importantes parties prenantes (*stakeholders*) dans l'entreprise, les salariés américains apparaissent aujourd'hui de plus en plus comme un groupe-clé d'actionnaires (*shareholders*). Bien que les données sur la progression de l'actionnariat salarié soient éparpillées et incomplètes, une profusion d'études et de faits anecdotiques indiquent son expansion régulière durant ces deux dernières décennies.

Selon des sondages, environ 20 % d'adultes américains déclarent actuellement posséder des actions dans la société pour laquelle ils travaillent. Les plus récentes données du Ministère du Travail montrent que les plans salariaux de retraite, comprenant notamment les plans salariaux de participation au capital (ESOP) et les plans de retraite à contribution définie, comme les 401(k), détenaient, fin 1994, près de 314 milliards de dollars en titres des sociétés employeurs, soit environ 5,3 % des 5900 milliards de dollars de la capitalisation boursière des entreprises la même année. Les programmes de *stock options* représenteraient également une part du capital encore plus importante et en progression rapide. Les sondages indiquent que plus du tiers des grandes compagnies offrent maintenant des *stock options* à tous ou à la plupart de leurs employés. Corey Rosen, Directeur du Centre national de

l'actionnariat salarié (*National Center for Employee Ownership*), estime que les plans d'options distribués aux salariés représentent aujourd'hui au moins mille milliards de dollars, et que, au total, de 6 à 10 % du capital social des entreprises est détenu par, ou pour le compte des salariés (hors dirigeants).

Une étude de Kruse et Blasi, en 1991, a constaté que dans 148 importantes sociétés cotées, les salariés, soit directement ou à travers leur fonds de pension ou d'autres fonds d'épargne de l'entreprise, détenaient des capitaux représentant plus de 18 % de l'encours des actions en circulation, contre seulement une société (Sears Roebuck) en 1974 et 27 en 1983. Blasi et Kruse prévoyaient que d'ici 2000, plus d'un quart de toutes les sociétés cotées auraient au moins 15 % de leur capital aux mains des salariés. De fait, selon diverses sources, beaucoup d'entreprises ayant connu une très forte croissance depuis 1991, en particulier dans le secteur de la distribution (Starbucks et Home Depot) et les hautes technologies (Microsoft, Intel), rémunèrent en partie leurs salariés par des *stock options* et sont maintenant, pour une part substantielle, propriété de leurs salariés.

Qu'est-ce qui stimule ces nouvelles formes de rémunération et cette tendance au développement de l'actionnariat salarié, et jusqu'où ira cette tendance ? Maintenant que le capitalisme de marché est sorti vain-

\* Senior Fellow, Brookings Economic Studies Program

\*\* Professeur associé à la *Rutgers University School of Management and Labor Relations*, et chercheur associé au *National Bureau of Economic Research* (NBER)

queur de son combat avec le socialisme, les travailleurs, par un détour ironique de l'histoire, sont-ils en train de se transformer en capitalistes ? Et quelles implications, s'il y en a, ce retournement va-t-il avoir sur la performance des entreprises et les intérêts des salariés ?

Ces questions n'appellent pas de réponses simples. Les changements intervenus ces dernières années dans la politique fiscale, dans le gouvernement des entreprises et dans la gestion des ressources humaines dans l'entreprise, semblent expliquer la mutation vers la généralisation de l'actionnariat salarié. Chacun de ces changements a peut-être eu des effets limités mais, conjugués, ils ont provoqué une transformation dans la structure de l'actionnariat - qui n'a sans doute pas encore fait sentir ses pleins effets. Bien qu'il soit extrêmement improbable que l'économie américaine soit fondée de sitôt sur des associations de travailleurs actionnaires, avec le temps, ce glissement peut avoir un impact considérable sur la performance des entreprises et la distribution des richesses.

## L'ENCOURAGEMENT FISCAL

Les encouragements fiscaux en faveur de l'actionnariat salarié prennent différentes formes. La loi de 1973 sur la protection des revenus de retraite des employés (*Employee Retirement Income Security Act*) et les législations ultérieures ont engendré de modestes encouragements fiscaux pour les entreprises qui mettaient en place des plans ESOP, pour les institutions financières qui prêtaient aux entreprises afin d'établir des plans ESOP, et pour les entrepreneurs qui vendaient leurs sociétés à leurs employés au moment de leur départ à la retraite. La plupart de ces encouragements fiscaux ont été supprimés ou amoindris au fil des années, et la majorité des études ont conclu à leur peu

d'effet sur la croissance de l'actionnariat salarié.

Un deuxième genre d'incitation fiscale - la fiscalité spécifique des *stock options* - a certainement eu un impact important, qui se développe encore. Une des raisons pour laquelle les *stock options* sont devenues si populaires ces dernières années dans la rémunération des cadres et des employés, réside dans leur fiscalisation différée. Lorsque les employés sont payés en liquide ou en actions, ils doivent déclarer immédiatement ces sommes ou la valeur de marché des actions en tant que revenu. Par contre, l'administration fiscale américaine traite les *stock options* comme si elles avaient une valeur zéro au moment de leur émission, les salariés ne payant donc pas d'impôts, et la société n'enregistrant aucune dépense dans ses livres, jusqu'à la levée de l'option. A ce moment, le salarié paiera des impôts sur la différence entre la valeur de marché de l'action et le prix d'exercice de l'option. Si les options remplissent certaines conditions, l'imposition peut même être différée et s'effectuera au taux de l'imposition des plus-values dégagées au moment de la vente finale des actions. Ce double avantage fiscal sur les *stock options* attire beaucoup les salariés, particulièrement lorsque les cours sont en hausse.

Sur un plan politique, cette fiscalité favorable des *stock options* est difficile à justifier. Elle n'a pas été le fruit d'une volonté délibérée des décideurs politiques de stimuler l'actionnariat salarié. Elle a peut-être fait plus pour stimuler de fortes distributions de *stock options* pour les cadres dirigeants que pour encourager les plans généralisés de *stock options* pour les salariés. Mais elles bénéficient aujourd'hui d'un soutien politique bien établi, et le maintien de ce statut fiscal favorable pourrait bien encourager leur utilisation croissante. L'impact réel sur l'actionnariat salarial reste cependant en question, puisque certains exemples semblent indiquer

que les salariés qui exercent leurs *stock options* vendent souvent rapidement leurs actions.

## LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Deux changements en matière de gouvernement d'entreprise ont favorisé l'actionnariat salarié ces dernières années. Le premier fut la découverte faite par les dirigeants d'entreprises, au milieu des années 80, de la moindre vulnérabilité des sociétés aux OPA si un lot important de leurs actions était détenu par les salariés ou conservé pour leur compte dans des plans ESOP ou d'autres plans d'épargne entreprise. Les dirigeants d'entreprises sont partis du principe que, à la fois les salariés et les responsables des plans d'épargne salariale représentaient des actionnaires stables qui ne vendraient probablement pas leurs titres lors d'offres publiques hostiles. Une étude que nous avons récemment achevée avec Joseph Blasi a confirmé ce raisonnement : les sociétés à forte participation salariale étaient bien moins exposées que les autres à des LBO dans les années 80 et au début des années 90.

De plus, l'Etat du Delaware (où environ la moitié des grosses entreprises sont enregistrées) a entrepris deux actions, à la fin des années 80, qui ont renforcé la protection implicite contre des OPA fournies par l'actionnariat salarié. En 1987, l'organe législatif de l'Etat a exigé de la part des acheteurs potentiels détenant plus de 15 % de la société d'attendre trois ans pour mener à terme un rachat, à moins qu'ils ne parviennent à détenir au moins 85 % des actions de la société cible. Bien que les salariés actionnaires puissent voter contre la direction et que les administrateurs d'ESOP puissent vendre à un *raider*, ils le font rarement. Donc, si 15 % ou plus des actions d'une société

sont détenus dans un plan ESOP, il est pratiquement impossible pour un *raider* d'en acquérir 85 %. Et en 1988, un tribunal du Delaware a autorisé la création précipitée d'un ESOP par Polaroid comme un moyen de dissuasion contre une prise de contrôle montrant ainsi que sous réserve qu'il satisfasse certaines conditions, la création d'un plan ESOP peut constituer une défense légitime contre une offre publique.

Probablement pas tout à fait par hasard, beaucoup de grosses sociétés ont mis en place des plans ESOP à la fin des années 1980. Dès 1991, Allied-Signal, Anheuser-Busch, Boise Cascade, Chevron, Cooper Tire & Rubber, Enron, Fairchild Industries, FMC, Harcourt Brace Jovanovich, Lockheed, Lowes Companies, J.C. Penney, Phillips Petroleum, et beaucoup d'autres sociétés moins connues ont toutes eu des paquets d'actions totalisant 15 % ou plus de leurs actions en circulation détenues par, ou au nom des salariés.

L'actionnariat salarié a aussi augmenté avec les restructurations d'entreprises quand les salariés ont reçu des actions de leurs sociétés en échange de baisses de salaires et d'avantages. Parfois, le rachat total par les salariés a été nécessaire pour empêcher des fermetures d'usine. De telles opérations, dans l'ensemble encore rares dans notre économie, ont joué un rôle important dans les industries du transport routier, de l'acier et du transport aérien, et très récemment, dans l'industrie du papier. Parmi les plus célèbres, on trouve le rachat par ses salariés de Weirton Steel en 1984, les restructurations de Northwest Airlines et TWA en 1993 et de United Airlines en 1994. A United, les salariés se sont retrouvés avec plus de 50 % des actions, et le conseil d'administration a été restructuré afin d'inclure une importante représentation syndicale.

Les restructurations d'entreprises, qui aboutissent à céder aux salariés un gros paquet d'actions en vue de résoudre des

conflits du travail ou d'apporter une protection contre les offres publiques, devraient certainement se poursuivre, particulièrement dans les industries où les syndicats ont une forte présence (*unionized*) qui sont sous pression concurrentielle pour réduire les coûts de main-d'oeuvre. Mais elles ne contribuent pas à elles seules à développer énormément l'actionnariat salarié.

## LA GESTION DES RESSOURCES HUMAINES

Les encouragements fiscaux et le gouvernement d'entreprise à eux seuls ne fournissent généralement pas des raisons durables pour promouvoir délibérément dans une société un actionnariat salarié total ou même partiel. Un troisième facteur qui sous-tend le développement de l'actionnariat salarié - la motivation salariale et la gestion des ressources humaines - explique le caractère durable du phénomène et ses perspectives de développement.

Pendant ces dix dernières années environ, les entreprises ont profondément repensé la relation entre les grandes sociétés et leurs salariés. Même s'il n'existait pas de « pacte social » entre celles-ci et leurs employés avant les années 80, de solides traditions professionnelles poussaient à ce que les employeurs recrutent des salariés qui resteraient longtemps avec eux, seraient promus par le rang, gagneraient un salaire décent, et bénéficieraient d'avantages sûrs comme les pensions, les congés payés et la couverture santé. Cependant, durant les restructurations de la fin des années 80 et du début des années 90, beaucoup de grands employeurs qui, pendant un temps, avaient respecté et même soutenu ces normes, commencèrent à refuser ces engagements implicites. Des employés de longue date furent licenciés,

et les employeurs diminuèrent - et même annulèrent - les mesures de couverture santé, et convertirent les plans de retraite en plans à contribution définie, déplaçant ainsi le risque d'investissement sur les salariés.

Dès le milieu des années 90, les jeunes actifs d'une vingtaine ou une trentaine d'années, et même beaucoup de leurs aînés, en étaient venus à considérer l'emploi à vie avec ses avantages acquis comme une affaire du passé. Surtout, ils abandonnèrent l'idée qu'ils devaient une quelconque fidélité à leurs employeurs. Dans certains secteurs de l'économie, comme par exemple dans les jeunes entreprises *high-tech*, les sociétés d'informatique, les services financiers, les sociétés de conseil et autres, et dans la distribution, le passage de poste en poste (*job hopping*) est devenu la nouvelle norme de l'emploi. C'est précisément dans ces secteurs que le recours aux *stock options* et autres systèmes de rémunération fondés sur les actions est devenu le plus fréquent.

Rémunérer les salariés, du moins en partie, avec des actions ou des *stock options* peut servir divers objectifs importants dans l'environnement professionnel d'aujourd'hui. En premier lieu, cela peut contribuer à aligner les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires. Deuxièmement, les propositions de rémunérations basées sur l'actionnariat peuvent être aisément conçues pour encourager les salariés à rester dans un environnement qui les incite à la mobilité. Troisièmement, la composante actions de la rémunération salariale est flexible, réduisant ainsi de manière implicite la composante des coûts fixes dans la rémunération. Et finalement parce qu'elles sont une forme de rémunération sans débours, les *stock options* aident les jeunes entreprises à préserver leurs liquidités. Payer les salariés en *stock options* peut même favoriser l'apport de *cash* dans les entreprises, car lorsqu'un salarié exerce son option, il doit payer comptant à la

société pour acheter l'action (même avec une décote par rapport à la valeur du marché). Combinés avec un marché boursier florissant et une fiscalité avantageuse, ces facteurs rendent les *stock options* éminemment attrayantes à la fois pour les employeurs et les employés dans une partie croissante de l'économie.

## MOTIVER LES SALARIÉS

Si payer les salariés avec des actions favorise leur motivation, les sociétés dans lesquelles les salariés sont d'importants actionnaires devraient être plus productives. Certains soutiennent au contraire que les sociétés sous le contrôle des salariés seraient inefficaces et que ces salariés propriétaires pourraient avoir des motivations contraires (ils pourraient être, par exemple, trop opposés au risque), les effets d'incitation pourraient être trop dilués à l'intérieur des grandes entreprises, où les comportements individuels d'un salarié ne seraient probablement pas susceptibles d'avoir un effet direct ou évident sur le prix des actions. Des études empiriques sur la question ont produit des résultats mitigés, mais l'analyse de plus de trente exemples sur les vingt ans passés indique que la performance des entreprises serait avec l'actionnariat salarié de 4 à 5 % plus élevée en moyenne. La variance autour de cette moyenne est cependant élevée, et il est clair que l'adoption du seul actionnariat salarié ne stimule pas systématiquement la performance. L'actionnariat salarié apparaît plus productif dans les sociétés qui offrent aux employés plus de droits dans la prise de décision et plus d'autorité. Ainsi, une nouvelle étude par Avner Ben-Ner, W. Allen Burns, Greg Dow, et Louis Putterman conclut que dans les sociétés à forte participation salariale et implication des salariés dans la prise de décision, les tâches confiées aux salariés

ont tendance à être particulièrement complexes. De façon non surprenante, les secteurs ayant un long passé de participation des salariés dans l'actionnariat comprennent des sociétés de conseil (des cabinets juridiques, des bureaux comptables, des sociétés de conseil professionnel, dont beaucoup démarrent en associations), des sociétés financières telles que des maisons de courtage et des banques d'investissement, et des fournisseurs de l'armée. Grumman, Lockheed, McDonnell Douglas, Northrop, Rockwell, et Textron, par exemple, étaient à plus de 20 % d'actionnariat salarié en 1991, avant qu'une vague de concentration dans l'industrie de l'armement n'en fasse disparaître certains. Dans tous ces secteurs, le travail accompli par la plupart des salariés implique une considérable expertise professionnelle.

Deux caractéristiques de ces sociétés à actionnariat salarié suggèrent nettement que leur but est d'accroître l'engagement et la motivation des salariés. D'une part, la rémunération en actions a tendance à venir en complément d'autres rémunérations (sauf dans les cas relativement rares où les salariés font des concessions sur leurs payes et avantages en échange d'actions). La rémunération globale est légèrement plus élevée en moyenne dans les sociétés à forte participation salariale, et elle augmente avec le pourcentage d'actions détenues par les salariés. D'autre part, les sociétés où les salariés détiennent un gros paquet d'actions ont également tendance à être plus stables dans le niveau des emplois, suggérant que la sécurité de l'emploi peut représenter un complément non négligeable à l'actionnariat salarié. Cette stabilité ne s'opère apparemment pas aux dépens de la performance de l'entreprise, car les entreprises où d'importants lots d'actions sont détenus par les salariés ont tendance à mieux se comporter sur le marché boursier que les autres entreprises similaires.

Les dirigeants d'entreprises affirment souvent que leurs salariés représentent leur

capital le plus important. En effet, une part croissante de la valeur générée par l'activité des entreprises vient de biens intangibles tels que « le capital humain » - les compétences, les qualifications, le dynamisme, l'adaptabilité et la créativité des salariés, aussi bien que de leurs relations interpersonnelles et de leurs relations avec les clients et les fournisseurs. Dès lors, la croissance de l'actionnariat salarié peut s'expliquer par le fait que les employeurs trouvent plus important d'engager des employés en tant que « partenaires » dans le processus de création de valeur, en partageant les risques et les récompenses.

## LES LIMITES DE LA CROISSANCE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ

Deux risques existent à l'horizon qui peuvent limiter la croissance de l'actionnariat salarié. Le premier réside dans la baisse du marché boursier. Les surplus sous forme de *stock options* et autres formes de rémunération basées sur les actions ont été prisées par les salariés dans un marché orienté à la hausse. L'intérêt des salariés pour les *stock options* a aussi été attisé par l'attention portée par les médias aux secrétaires et aux techniciens de moyen échelon dans des entreprises de haute technologie, devenus millionnaires par l'attribution d'actions. Mais dans un marché en baisse, le moral des salariés pourrait souffrir et les *stock options* peuvent perdre leur attrait (sauf si les entreprises sont disposées à « réévaluer » les options, un geste susceptible de déclencher une opposition de la part

des autres actionnaires). Des salariés, qui étaient heureux un temps de partager les fruits de la prospérité sous forme d'actions, peuvent soudainement décider qu'ils préfèrent des moyens de paiement moins risqués et plus stables lorsque les temps sont plus durs.

Un deuxième risque existe même si le marché poursuit sa hausse. Si les salariés décidaient d'exercer leurs options en grand nombre, les actionnaires extérieurs pourraient contester l'effet de dilution de ces levées d'option sur la valeur de leurs actions. Il se pourrait ainsi que les vieilles tensions potentielles entre les intérêts des salariés et les intérêts des actionnaires ne soient pas résolues comme par magie en transformant les salariés en actionnaires.

Néanmoins, l'idée pour les salariés de devenir des actionnaires importants dans l'entreprise où ils travaillent est généralement séduisante. Sondage après sondage, on constate que le grand public, et les actifs en particulier, estiment que les salariés des entreprises à fort actionnariat salarial travaillent plus et mieux - et sont plus à même que les actionnaires extérieurs de décider des meilleurs intérêts à long terme pour l'entreprise. Les personnes interrogées déclarent également qu'elles-mêmes préféreraient travailler dans de telles entreprises. Puisque l'importance du rôle des salariés dans leurs entreprises est de plus en plus reconnue explicitement à travers l'actionnariat, les vieilles tensions entre les travailleurs et les actionnaires devraient au fil du temps se résoudre plus facilement, permettant ainsi aux entreprises de maintenir la productivité et de se concentrer sur la création de richesses.