



<http://economix.u-paris10.fr/>

Document de Travail

Working Paper

2006-15

Création de valeur actionnariale et chômage dans un modèle WS-PS

Nicolas PILUSO



UMR 7166 CNRS

Université Paris X-Nanterre
Maison Max Weber (bâtiments K et G)
200, Avenue de la République
92001 NANTERRE CEDEX

Tél et Fax : 33.(0)1.40.97.59.07
Email : secretariat-economix@u-paris10.fr



Université Paris X Nanterre

VALEUR ACTIONNARIALE ET CHÔMAGE DANS UN MODÈLE WS-PS

Nicolas PILUSO

Résumé

Le but de cet article est d'analyser les conséquences de la contrainte création de valeur pour l'actionnaire sur le niveau des salaires et le taux de chômage d'équilibre. Nous expliquons dans un premier temps en quoi la valeur actionnariale dégagée par la firme est endogène par rapport à la masse salariale. Nous exposons ensuite le nouveau programme de maximisation de la firme ainsi que celui du syndicat. Nous obtenons une augmentation du taux de chômage lors du passage d'une maximisation du profit à une maximisation de l'EVA. Le taux de chômage dépend en outre désormais de nouvelles variables financières.

Abstract: Shareholder value and unemployment in a WS-PS model

The purpose of the article is to analyse the consequences of the constraint of shareholder value on the wage level and equilibrium unemployment rate. We will relate the new program of maximization of the firm, as well as the one of the trade union. We obtain an increase of the unemployment rate when progressing from a maximization of profit to a maximization of the EVA. The unemployment rate is also now depending on others financial variables.

Mots-clé : chômage d'équilibre ; valeur actionnariale ; actionnariat-salarié ; salaire d'équilibre ; négociations syndicales.

Key-words: equilibrium unemployment; shareholder value; shareholding-employee; equilibrium wages; trade-union negotiations.

Classification JEL: E24; J23; G12.

La littérature portant sur le chômage ignore largement l'influence des impératifs liés à la valeur actionnariale dans le processus de formation des salaires et de détermination du niveau d'emploi. Or, comme le souligne Plihon D., « *un phénomène nouveau, central dans le fonctionnement de l'économie de fonds propres, est venu renforcer considérablement le pouvoir des actionnaires : c'est le développement de la gestion collective de l'épargne [...]. Ces transformations n'ont pas été neutres : les investisseurs institutionnels cherchent à imposer des règles de gestion dans les entreprises qu'ils contrôlent* » [2000]. La firme doit désormais satisfaire à un objectif de création de valeur pour l'actionnaire afin d'assurer la croissance de sa capitalisation boursière. Les questions auxquelles nous tenteront de répondre sont alors les suivantes :

1-quels sont les déterminants de la création de valeur pour l'actionnaire ?

2-comment l'impératif de création de valeur s'inscrit-il dans le programme de maximisation de la firme ?

3-quelles conséquences peut avoir le nouveau programme de maximisation de la firme sur le taux de chômage d'équilibre?

D'après Artus P. [2000], la firme devrait désormais, sous la domination des actionnaires, satisfaire à l'objectif d'augmentation du cours boursier qui passe par des impératifs de création de valeur. Nous allons donc, au sein le modèle de chômage d'équilibre WS-PS avec négociations salariales, substituer au programme de maximisation du profit de la firme un programme de maximisation de la valeur actionnariale pour en examiner les effets sur l'emploi.

Ce programme donne en effet l'occasion de déterminer analytiquement les leviers sur lesquels l'entreprise peut agir pour dégager de la création de valeur à même de satisfaire les exigences des actionnaires. La création de valeur dépend de deux grandes variables : le profit

net des charges financières de la firme d'une part, et le taux de rendement des fonds propres minimum exigé. Nous verrons que dans la mesure où la masse salariale constitue une variable déterminante non seulement du profit de la firme mais aussi du coût des fonds propres, ce dernier apparaît au dénominateur de la fonction de demande de travail et pèse négativement sur l'offre d'emploi de la firme.

La question qui se pose est de savoir si la poursuite d'un objectif de création de valeur pour l'actionnaire, qui contribuerait à expliquer la flexibilisation croissante de la masse salariale, a des effets positifs sur le taux de chômage. Comme le note Lordon F., « *non seulement le dégagement de rentabilité exigé par les investisseurs s'effectue par l'éviction des salaires dans le partage de la valeur ajoutée, mais le pouvoir actionnarial est désormais en position de réclamer un revenu minimum du capital. La masse salariale devenant la variable d'ajustement prend du coup un caractère de grandeur résiduelle qui était autrefois le propre du profit* » ([2000], p. 59).

C'est l'hypothèse de travail selon laquelle le comportement actuel des firmes a tendance à pénaliser l'emploi que nous cherchons à vérifier. Nous allons pour ce faire préciser tout d'abord ce que contient l'idée de création de valeur pour l'actionnaire.

1-Les déterminants de la création de valeur pour l'actionnaire

Nous expliciterons le terme de création de valeur pour l'actionnaire pour enfin analyser plus en détail ses déterminants.

1.1 La signification de la création de valeur pour l'actionnaire

L'objectif de création de valeur pour l'actionnaire implique de dégager un profit (net des charges financières) qui soit supérieur au coût de l'apport en fonds propres : l'actionnaire pourra profiter d'un gain dès lors que les bénéfices qu'il empoche sont supérieurs au coût du capital qu'il a apporté à la firme. Ce coût est considéré comme un coût d'opportunité. Il s'agit du rendement exigé *ex ante* par les actionnaires, en deçà duquel leurs anticipations se dégradent. Ce dernier, que l'on note r_e , nous est donné par l'équation fondamentale du MEDAF (Sharpe, [1964]):

$$r_e = r + \beta (E(r_M) - r) \quad (1)$$

avec β le risque non-diversifiable de l'entreprise, $E(r_M)$ l'espérance de rendement obtenu sur le marché des capitaux à risque, et r le taux de rendement de l'actif sans risque. Le rendement exigé par les actionnaires est donc égal au rendement de l'actif sans risque, auquel vient s'ajouter une prime de risque. Celle-ci a deux composantes : le prix du risque agrégé, à savoir la différence entre le rendement espéré du portefeuille de marché et le rendement de l'actif sans risque, et la sensibilité à ce risque du titre considéré, mesuré par β_e . Ce dernier est par définition égal à :

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_M)}{\sigma_{r_M}^2} \quad (2)$$

avec $\text{cov}(r_i, r_M)$ la covariance entre le taux de rendement de l'actif de la firme i et le taux de rendement du portefeuille de marché, et $\sigma_{r_M}^2$ la variance du portefeuille de marché. Si le bêta

est égal à l'unité, cela signifie que le rendement du portefeuille de marché et celui de l'actif i varient dans les mêmes proportions ; par conséquent, le rendement exigé par l'actionnaire sur l'actif i est le même que celui exigé sur le portefeuille de marché.

Depuis le début des années 90, de nouveaux instruments de mesure de la création de la valeur ont vu le jour pour inciter les dirigeants d'entreprise à adopter une stratégie et une méthode de gestion à même d'augmenter la valeur de marché de la firme. La plus en vogue est précisément la méthode EVA-MVA (Economic Value Added, Market Value Added) développée par Sten et Stewart en 1991. Elle propose une définition de la création de valeur de l'entreprise comme la différence entre le profit de la firme net des charges de la dette et le coût de l'apport en fonds propres. Elle implique que la firme, pour maintenir sa valeur de marché, doit au minimum générer un profit égal au coût des fonds propres. Si cette méthode d'évaluation n'est encore diffusée que marginalement dans les entreprises françaises, elle reste cependant caractéristique des nouvelles contraintes que les marchés financiers font peser sur les firmes. Plihon note à ce sujet que « *le modèle de création de valeur actionnariale a joué un rôle déterminant tout au long de la décennie, parce qu'il dessine la figure emblématique de l'entreprise correspondant au régime de croissance dominé par la finance de marché, et parce qu'il constitue la référence centrale justifiant le bien-fondé de la convention boursière d'un ROE à 15%* » (Plihon [2002], p. 17). Compte tenu de l'attention toute particulière qu'elle doit porter à l'évolution du cours de son titre, la firme est amenée aujourd'hui à recourir à des nouvelles variables d'ajustement afin de maximiser la création de valeur pour l'actionnaire.

La formule de l'EVA que l'on trouve traditionnellement dans les manuels de gestion est la suivante :

$$EVA = (\pi - rD) - r_e FP \quad (3)$$

avec π le profit réalisé par la firme, $r_e FP$ le coût de l'apport en fond propres, FP la valeur comptable du capital, et D le montant de la dette. Il apparaît de manière évidente que si l'EVA n'est utilisée par la plupart des entreprises que comme un instrument d'information auprès des marchés, elle vient justifier des règles de gestion (contrôle du coût du capital, maximisation de la rentabilité financière) qui sont apparues bien avant elle.

La question qui se pose alors est de savoir ce qu'apporte de nouveau cette recherche de la création de valeur pour l'actionnaire. Traditionnellement, la rémunération des actionnaires est aléatoire puisque tirée du profit réalisé par l'entreprise. Or, la création de valeur signifie que l'actionnaire se voit doter d'un revenu garanti *ex ante*, à savoir le coût estimé de l'apport en fonds propres.

Baudru D. et Morin F. [2000] soulignent que la nouveauté induite par l'utilisation de l'EVA consiste dans un renversement de la logique de la théorie financière standard (le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers ou MEDAF de Sharpe [1964]). Dans ce dernier, le taux de rendement exigible sur le capital n'est pas une donnée extérieure. Il représente une appréciation de la structure et de la stabilité des flux de revenus futurs. Si des informations nouvelles affectent la stabilité des revenus, alors la capitalisation boursière de la firme se modifie et un nouveau couple rendement/risque est défini. Le risque est entièrement supporté par l'actionnaire. En outre, le revenu qu'il doit percevoir est un revenu d'équilibre au sens où il est en parfaite adéquation avec le risque associé à son investissement. La méthode EVA renverse cette logique. Créer de la valeur pour l'actionnaire, c'est rémunérer l'actionnaire au

dessus du niveau du rendement exigible défini par le MEDAF. Il s'agit donc d'augmenter son revenu à risque donné, donc de rompre avec le couple rendement/risque défini par la théorie financière : « *Par le calcul de l'EVA, l'analyste cherche donc à déterminer la survalueur économique dégagée par l'entreprise. C'est donc une théorie du déséquilibre* » (Baudru D. et Morin F., [2000]).

On voit d'emblée que pour créer de la valeur, la firme va chercher à moduler non seulement son profit mais aussi le coût de ses capitaux propres ; plus précisément, le passage d'un programme de maximisation du profit à un programme de maximisation de la valeur actionnariale est marqué par l'introduction d'un nouvel objectif : diminuer la rémunération exigée des fonds apportés par les actionnaires. Les politiques d'allègement du coût salarial permettent quant à elles non seulement d'agir sur le profit, mais aussi sur le bêta de la firme : en rendant la firme plus réactive à la conjoncture, elles permettent de décorréler le rendement de son action par rapport au rendement du marché, et donc de diminuer le risque perçu par l'actionnaire et son exigence de rémunération. C'est ce que nous allons démontrer dans le paragraphe suivant.

1.2 Les déterminants du bêta de la firme

Le bêta de la firme mesure, comme il a déjà été indiqué, la sensibilité du taux de rendement de ses actifs aux variations du taux de rendement moyen en vigueur sur le marché. Le bêta des actions de la firme est déterminé par deux grands facteurs qui ont été mis en évidence par Lev B. [1974] et Mandelker et Rhee [1984]: *le risque financier*, qui croît avec le taux d'endettement, et le *risque d'exploitation*, mesuré par l'élasticité d'exploitation et déterminé par le rapport entre le taux de variation du résultat d'exploitation et celui du chiffre d'affaires.

Toute charge fixe contribue à accroître la sensibilité du profit aux variations du chiffre d'affaires. Il est dès lors possible de montrer que le risque d'exploitation dépend de la masse salariale. Pour beaucoup en effet, les emplois en place dans les entreprises cotées en bourse sont des contrats à durée indéterminée et représentent une charge fixe pour la firme.

Reprenons la formule du bêta d'une firme i . Elle peut s'écrire, comme on l'a vu plus haut :

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_M)}{\sigma_{r_M}^2}$$

r_i est le rendement d'exploitation de la firme i que nous considérons. Supposons une société anonyme qui utilise le facteur travail L pour produire et qui dispose d'une immobilisation de fonds propres d'un montant F . Le rendement des fonds propres peut s'écrire :

$$r_i = \frac{p_i Y_i - wL_i}{F}$$

avec p_i le niveau du prix du bien produit par la firme, Y_i la quantité produits vendus. Supposons que Y_i est une fonction de production Cobb-Douglas mono-factorielle ayant pour argument la quantité de travail utilisée. Le rendement d'exploitation peut être réécrit de la manière suivante :

$$r_i = \frac{p_i A L_i^\alpha - wL_i}{F}$$

avec A la productivité du travail et α l'élasticité de production.
Remplaçons r_i par son expression dans la formule du bêta :

$$\beta = \frac{\text{cov}\left(\frac{p_i A L_i^\alpha - w}{F}, r_M\right)}{\sigma_{r_M}^2}$$

Supposons pour les besoins de la démonstration que seul la productivité est une variable aléatoire¹. Compte-tenu des propriétés de la covariance, cela donne :

$$\beta = \frac{p_i L_i^\alpha}{F} \frac{\text{cov}(A, r_M)}{\sigma_{r_M}^2} \quad (4)$$

Il est ainsi possible d'après nous de démontrer la dépendance du bêta à la quantité de travail utilisée L_i .

Proposition 1. A partir du moment où l'on écrit le résultat d'exploitation de la firme en utilisant la formule du profit utilisée traditionnellement en microéconomie, il est possible de mettre en évidence que le bêta de la firme est une fonction croissante de la quantité de travail utilisée.

Qu'en est-il du taux de salaire ? Nous avons montré que le risque d'exploitation, dont le bêta dépend, varie en fonction non seulement du niveau d'emploi mais aussi du taux salaire. Il est possible de mettre en évidence un tel lien à partir de la formule de la covariance qu'à la condition où l'on considère que la productivité du travail est fonction du salaire, comme le suppose la théorie du salaire d'efficience. En effet, si :

$$A = a w^\kappa, a > 0, 0 < \kappa < 1$$

alors r_i s'écrit :

$$r_i = p a w^\kappa L_i^\alpha - w L_i$$

Dès lors, la formule du bêta devient :

$$\beta = \frac{p_i w^\kappa L_i^\alpha}{F \sigma_{r_M}^2} \text{cov}(a, r_M) \quad (5)$$

Proposition 2. Si l'on écrit le résultat d'exploitation de la firme comme le fait la théorie microéconomique, et si l'on adopte l'hypothèse de la théorie du salaire d'efficience selon laquelle la productivité du travail varie en fonction du taux de salaire, alors on peut écrire le bêta de la firme comme une fonction croissante de la masse salariale lorsque $\kappa = \alpha$.

2-Création de valeur actionnariale et programme de maximisation de la firme

L'hypothèse que nous cherchons à valider est de savoir si la recherche de la création de valeur actionnariale a un effet ou non sur le taux de chômage issu d'un modèle de négociation. Nous commenterons dans un premier temps les hypothèses adoptées dans le modèle pour ensuite exposer le programme de la firme.

¹ Nous adoptons cette hypothèse pour démontrer le lien entre le bêta de la firme et la quantité de travail utilisée. Nous aurions pu tout aussi bien prendre le paramètre de productivité comme variable aléatoire. Néanmoins, dans le modèle exposé ci-dessous, le prix est unitaire. Conserver l'hypothèse de variable aléatoire n'aurait fait qu'alourdir la présentation du modèle.

² La propriété de la covariance que nous utilisons pour faire le calcul est la suivante. Si X et Y deux variables aléatoires et a un paramètre, alors $\text{cov}(aX, Y) = a \text{cov}(X, Y)$.

2.1 Les hypothèses sur le bêta de la firme

La nouveauté qu'apporte un programme de maximisation de la valeur actionnariale est la prise en compte de la rémunération exigée *ex ante* par les actionnaires. Or, comme nous l'avons vu, cette dernière est endogène : elle dépend d'un certain nombre de variables sur laquelle la firme peut jouer. Le coût de l'apport en fonds propres dépend du bêta de la firme dont on peut raisonnablement penser qu'il varie avec l'importance de la masse salariale et le taux d'endettement de la firme.

La masse salariale va agir par le biais de deux canaux : à recettes données, sa diminution augmente le profit de la firme. En outre, sa baisse diminue le bêta de la firme et le rendement exigé par les actionnaires. Ce dernier exerce donc une pression supplémentaire sur la masse salariale lorsque l'objectif poursuivi par la firme est celui de la création de valeur pour l'actionnaire.

Le taux d'endettement a au contraire deux effets contradictoires : lorsqu'il y a effet de levier, son augmentation permet d'accroître la rentabilité nette des charges financières. Néanmoins, il augmente le coût des fonds propres par augmentation de la prime de risque. Par conséquent, plus la firme s'endette en vue d'accroître sa rentabilité financière, plus le bêta sera élevé et plus la pression exercée sur la masse salariale sera forte. Pour alléger la présentation du modèle, nous ne prendrons pas en compte le paramètre de taux d'endettement.

Si l'on suppose à présent que toutes des firmes de l'économie considérée cherchent à diminuer leur bêta pour dégager de la valeur pour l'actionnaire, il en résulterait une baisse de la volatilité du rendement moyen du marché lui-même. Les firmes échouent, dans ce cas, à dégager plus de valeur pour l'actionnaire que leurs voisines, mais la prime de risque du marché action elle-même doit s'en trouver diminuée. Par conséquent, même à supposer que les firmes n'arrivent pas *in fine* à diminuer leur bêta, elles peuvent obtenir un gain de création de valeur par la rétroaction de leur comportement sur la prime de risque du marché, avec, en contrepartie, une hausse du chômage. C'est ce que nous analyserons avec le modèle développé à la prochaine section. Par ailleurs, ce raisonnement n'est pas incompatible avec la baisse très sensible de la prime de risque constatée sur les marchés au cours de ces dernières années³ qui a souvent été relevée et commentée dans la littérature (J. Siegel, [1999] ; B. Malkiel, [1996])⁴, même si la « bulle internet » a son doute la part belle dans l'explication du phénomène.

2.2 Le programme de maximisation de la valeur actionnariale

Ces éléments étant posés, il est possible de réécrire le programme de maximisation de la firme. Les prix étant donnés pour la firme individuelle représentative, celle-ci va maximiser son profit net du coût de l'apport en fonds propres par rapport à la quantité de travail employée.

³ Approximativement de 6 à 3%.

⁴ Le constat de la baisse de la prime de risque sur le marché des actions aux Etats-Unis a été contestée par plusieurs auteurs (Campbell et Shiller, 1998 ; Heaton et Lucas, 1999). En fait, comme le souligne Plihon (2001), deux hypothèses contradictoires peuvent être envisagées. Si l'on fait l'hypothèse que les primes de risque sont aujourd'hui voisines de leur niveau historique, soit environ 6%. Dans ce cas, il faut en déduire une croissance réelle anticipée des profits de 8%, ce qui est une inflexion par rapport aux 9% estimés par la BRI. Soit on admet que les primes de risque ont diminué jusqu'au niveau d'environ 3%. Dans cette configuration, le résultat net par action rapporté au cours de l'action (le *Price Earning ratio*) serait de 27, niveau beaucoup plus conforme à ceux actuels.

Pour simplifier la présentation, nous n'introduisons pas dans le modèle l'indice de flexibilité de la masse salariale qui n'est jamais qu'un paramètre supplémentaire s'ajoutant au programme de maximisation.

Nous écrivons le programme de la firme de maximisation de la valeur actionnariale de la manière suivante :

$$\text{Max. } a w^\kappa L^\alpha - wL - \theta[(r + b_{ta} wL\phi)]F$$

A est le paramètre de productivité globale des facteurs, L la quantité de travail employée, w le taux de salaire réel, θ un paramètre mesurant la pression émanant du marché de contrôle (dont dépend le développement de l'actionnariat salarié), F le montant des capitaux propres, r le taux d'intérêt sans risque, et ϕ la prime de risque du marché actions équivalent à $(E(r_M) - r)$ (équation 1). $AL^\alpha - wL$ représente le profit de la firme; $(r + \beta(L)\phi)$ représente le coût unitaire de l'apport en fonds propres, somme du taux d'intérêt sans risque r et de la prime de risque totale.

Le programme de maximisation que nous venons de poser n'est rien de plus qu'un programme de maximisation de l'EVA, à ceci près que nous avons intégré une fonction représentative du poids de la contrainte émanant du marché de contrôle. Ici, la firme a en tête un *benchmark* qui est le rendement que ses fonds propres exigé par les actionnaires. Or, ce dernier est endogène par rapport à la masse salariale employée.

Afin de simplifier la démonstration, nous supposons que la fonction bêta est linéaire croissante par rapport à la masse salariale⁵.

$$\beta = b_{ta} wL$$

Le résultat du programme donne :

$$L = \left(\frac{\alpha a}{w^{1-\kappa} (1 + \theta b_{ta} F \phi)} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}} \quad (6)$$

Proposition 3. Lorsque la firme maximise la valeur actionnariale, la fonction de demande de travail dépend négativement du taux de salaire réel w mais également :

- du degré d'activité du « marché de contrôle » θ , indicateur de développement de l'actionnariat salarié au sein de la firme;*
- du degré de dépendance du bêta par rapport à la masse salariale ;*
- de la prime de risque unitaire, différence entre le rendement observé du marché boursier et le taux d'intérêt sans risque (supposé ici nul pour alléger la présentation).*

La question qui se pose à présent est la suivante : quelle influence ces nouveaux paramètres peuvent avoir sur le taux de chômage d'équilibre ? La réponse est développée dans la section suivante. Pour cela, il convient d'étudier les effets de la contrainte

⁵ Notre démonstration de la section 2.2 montre que le bêta n'est pas une fonction linéaire du salaire et de l'emploi. Néanmoins, en supposant le contraire, le résultat final n'en est pas modifié d'un point de vue qualitatif. Quantitativement, l'écart de résultat est faible. L'effet négatif de la contrainte EVA sur le chômage persiste, mais son ampleur est légèrement inférieure.

actionnariale sur les négociations salariales telles que formalisées par Layard, Nickell et Jackman [1991], dans le cadre d'un modèle de type WS-PS.

3-Création de valeur actionnariale et négociations syndicales

Les négociations entre une entreprise et un syndicat ont pour but de trouver un accord visant à éviter les situations de rupture dans lesquelles les deux parties sont perdantes. Si en effet l'entente est impossible, l'emploi et le profit de la firme sont nuls, tandis que le salaire est égal à celui qui aurait été en vigueur en l'absence de syndicats. L'utilité de ce dernier, qui dépend de l'écart entre le salaire négocié et le salaire concurrentiel, est alors nulle.

On suppose que le syndicat est composé de N membres qui offrent leur travail. Il se préoccupe à la fois de l'emploi et du salaire ; son objectif général est de faire profiter un maximum de travailleurs du plus grand taux de salaire réel possible. Néanmoins, en présence d'actionnaires-salariés, le syndicat est lui aussi intéressé à l'EVA au travers des dividendes que les salariés sont susceptibles de toucher. Ecrivons donc la fonction d'utilité du syndicat suivante :

$$V_s = (L)^\chi (w - w_r)(EVA)$$

avec χ le poids de l'emploi dans l'objectif syndical, w la rémunération négociée du travailleur, w_r la rémunération réelle concurrentielle, et EVA la création de valeur obtenue pour l'actionnaire.

La modélisation des négociations fait appel à la théorie des jeux non-coopératifs. La maximisation du critère de Nash généralisé constitue la modélisation standard du processus de négociation (Roth [1979] ; Layard, Nickell et Jackman, [1991]). Il correspond au produit des gains que chaque partie parvient à obtenir en cas d'accord, pondérés par le poids des agents dans la négociation. Le point d'accord entre le syndicat et l'entreprise est solution de :

$$\text{Max}(V_s - \bar{V}_s)^\gamma (EVA)^\gamma (EVA)^{1-\gamma}$$

avec $0 < \gamma < 1$ le pouvoir de négociation des syndicats et \bar{V}_s le salaire de réservation. Le produit $(V_s - \bar{V}_s)^\gamma (EVA)^\gamma$ est ce que je cherche à maximiser le syndicat, qui est à la fois intéressé à l'EVA et au salaire, et $(EVA)^{1-\gamma}$ est ce que cherche à maximiser la firme. Nous sommes ici dans un modèle de droit à gérer (Nickell et Andrews, [1983]): le salaire est le produit de la négociation, tandis que la firme fixe le niveau d'emploi. On note $\bar{V}_s = w_r$. Par conséquent, on a:

$$\text{Max}.L^\chi (w_i - w_r)^\gamma (EVA)$$

w_i

sous : $L = \left(\frac{\alpha w^\kappa A}{w_i(1+Z)}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$ et $EVA = (1 - \alpha \left(\frac{1}{1+Z} + \frac{Z}{1+Z}\right))(aw^\kappa)^{\frac{1}{1-\alpha}} \left(\frac{\alpha}{w(1+Z)}\right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \alpha^{\frac{\alpha(1-\gamma)}{1-\alpha}}$ ⁶ avec $Z = \theta b_{ia} F \phi$ (on suppose que le taux d'intérêt sans risque est nul).

Il est possible de réécrire le programme de maximisation de la manière suivante :

$$\text{Max. } \gamma \cdot \chi \log L + \gamma \log(w - w_r) + \log EVA$$

w

puis en remplaçant L par son expression :

$$\text{Max. } \gamma \log(w - w_r) - \frac{\gamma \chi + \alpha}{1 - \alpha} \log w_i(1 + Z) + \log C$$

w

$$\text{avec } C = (aw^\kappa)^{\frac{\gamma \chi + 1 - \gamma}{1 - \alpha}} (\alpha)^{\frac{\gamma \chi}{1 - \alpha}} \left(1 - \alpha \left(\frac{1}{1 + Z} + \frac{Z}{1 + Z}\right)\right)^{\frac{1 - \gamma}{1 - \alpha}}$$

Réolvons le programme.

$$\frac{\partial T}{\partial w} = \frac{\gamma}{w - w_r} - \frac{\gamma \chi + \alpha}{1 - \alpha} \frac{1}{w} + \frac{\gamma \chi}{1 - \alpha} \frac{\kappa}{w} = 0$$

d'où l'on tire l'équation :

$$\frac{w - w_r}{w} = \mu = \frac{\gamma(1 - \alpha)}{\gamma \cdot \chi(1 - \kappa) + \alpha} \quad (8)$$

μ constitue le taux de marge syndical et détermine la rente syndicale que peuvent obtenir les travailleurs lorsqu'ils occupent un emploi. Elle est d'autant plus élevée que le syndicat dispose d'un fort pouvoir de négociation γ et que le poids de l'emploi dans l'objectif syndical χ est faible. On a ainsi :

$$w = \frac{w_r}{1 - \mu} \quad (9)$$

Pour mémoire, le résultat standard obtenu chez Nickell et Andrews [1983], en tenant compte de l'hypothèse d'efficacité, est le suivant :

⁶ En remplaçant w par son expression donnée par (6), il est possible de réécrire le programme de maximisation :

$$aL^\alpha - \frac{\alpha aw^\kappa L^\alpha}{1 + \theta b_{ia} F \phi} - \theta r F - \theta b_{ia} F \phi \frac{\alpha aw^\kappa L^\alpha}{1 + \theta b_{ia} F \phi}$$

d'où l'on tire la fonction de création de valeur suivante en factorisant par L :

$$(7) EVA = \left(1 - \alpha \left(\frac{1}{1 + \theta b_{ia} F \phi} + \frac{\theta b_{ia} F \phi}{1 + \theta b_{ia} F \phi}\right)\right) (aw^\kappa)^{\frac{1}{1-\alpha}} \left(\frac{\alpha}{w(1 + \theta b_{ia} F \phi)}\right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} - \theta r F$$

Il s'agit de la fonction de création de valeur de la firme ayant pour argument le taux de salaire.

$$\frac{w - w_r}{w} = \mu = \frac{\gamma(1 - \alpha)}{\gamma \cdot \chi + (1 - \gamma)\alpha + (-\gamma\chi - 1 + \gamma)\kappa}$$

Comparons les deux dénominateurs. On a

$$\gamma \cdot \chi + (1 - \gamma)\alpha + (-\gamma\chi - 1 + \gamma)\kappa < \gamma \cdot \chi - \gamma\chi\kappa.$$

Par conséquent, le salaire réel issu de notre modèle est inférieur.

Proposition 4. L'introduction d'un intéressement à l'EVA dans la négociation entraîne une baisse du salaire réel négocié w par rapport au résultat obtenu dans le modèle standard de Nickell et Andrews [1983].

Le résultat du modèle standard de négociation est que le taux de salaire négocié dépend négativement de l'élasticité de production caractérisant la technologie de la firme. La raison en est que plus cette élasticité est élevée, plus l'élasticité de la demande de travail par rapport au salaire réel est élevée :

$$e_{L/w} = \frac{\frac{\partial L}{\partial w}}{\frac{L}{w}} = \frac{\alpha}{Y} \frac{\partial w}{w}$$

Quand α augmente, la sensibilité de la demande de travail au salaire réel augmente également. Ce qui signifie que l'augmentation du salaire entraîne une baisse plus importante de l'utilité du syndicat en raison de la perte accrue en termes d'emplois subie par les salariés.

Le salaire négocié équilibre les avantages et les inconvénients d'une hausse de salaire pour les deux parties. Un accroissement du salaire augmente l'utilité du syndicat par le truchement de l'augmentation de la rente syndicale, mais la diminue cette même utilité via l'impact défavorable qu'a la hausse de salaire sur l'emploi. La firme n'enregistre que des pertes lorsque le salaire s'accroît. De façon traditionnelle, la hausse du salaire de réserve, en diminuant la rente syndicale, augmente les exigences du syndicat, de même que la baisse du poids de l'emploi dans l'objectif syndical (puisque cela diminue la valorisation des pertes de demande de travail occasionnées par les augmentations de salaire). Enfin, dans notre modèle, la hausse du pouvoir des syndicats diminue la valorisation des pertes pour l'entreprise et entraîne une hausse du salaire négocié.

4-Création de valeur actionnariale et taux de chômage d'équilibre

Tous les éléments sont à présent réunis pour construire un modèle WS-PS⁷ augmenté de l'impératif de création de valeur actionnariale et en apprécier les effets sur le taux de chômage d'équilibre.

Supposons de manière standard que le salaire de réservation du travailleur (celui en dessous duquel il refuse d'offrir son travail) est égal à une moyenne pondérée du salaire qu'il

⁷ Dans le modèle WS-PS standard, les entreprises sont en situation de concurrence imparfaite sur le marché du bien et fixent leur prix. Ici, nous faisons l'hypothèse de concurrence parfaite car l'imperfection de la concurrence n'ajoute rien au modèle. Tout au plus, cela augmenterait le niveau de chômage mais ne modifierait pas nos conclusions.

pourrait obtenir dans une autre firme et des allocations chômage (Cahuc P. et Zylberberg A., [1996]). Posons :

$$w_r = (1-u)w + uB \quad (10)$$

avec u le taux de chômage, B les allocations chômage et w le taux de salaire moyen dans l'économie. En cherchant un autre emploi dans l'économie, le travailleur trouvera un emploi avec la probabilité $(1-u)$, et sera au chômage avec la probabilité u . A l'équilibre, les négociations dans chaque bassin d'emploi engendrent le même taux de salaire réel $w_i = w$, si bien que d'après l'équation (9) et (10), il est possible d'écrire :

$$(WS)w = \frac{u}{u-\mu} B \text{ avec } \frac{\partial w}{\partial u} = -\frac{\mu}{(u-\mu)^2} > 0$$

Quelles en sont les conséquences sur le taux de chômage d'équilibre ?
Dans le modèle WS-PS standard, le chômage est égal à :

$$U = 1 - \frac{\left\{ \frac{\alpha a}{\left\{ \frac{w_r}{1-\mu} \right\}^{1-\kappa}} \right\}^{\frac{1}{1-\alpha}}}{N}$$

tandis que dans notre modèle avec contrainte actionnariale et intéressement à l'EVA pour les salariés, le chômage est déterminé par l'expression :

$$U = 1 - \frac{\left\{ \frac{\alpha a}{\left\{ \frac{w_r}{1-\mu} \right\}^{1-\kappa} (1 + \theta b_{ta} F \phi)} \right\}^{\frac{1}{1-\alpha}}}{N} \quad (11)$$

Deux effets s'opposent. D'une part, l'introduction de la contrainte actionnariale dans le programme de maximisation de la firme contribue à diminuer la demande de travail à taux de salaire donné. Le taux de chômage d'équilibre augmente alors. La courbe *PS* se déplace vers la droite dans le plan (u, w) . Par contre, la baisse du salaire négocié entraîné par l'intéressement des salariés à l'EVA déplace la courbe *WS* vers la gauche : pour un même niveau d'emploi, le salaire réclamé est plus faible, ce qui contribue à diminuer le taux de chômage d'équilibre. Le résultat sur le taux de chômage d'équilibre dépend de l'ampleur de la baisse de la rente syndicale relativement à l'augmentation des coûts de production.

Néanmoins, comme $1-\mu \leq 1 + \theta b_{ta} F \phi$ est toujours vérifié, l'effet contrainte actionnariale l'emporte sur l'effet intéressement et le taux de chômage d'équilibre augmente par rapport au taux standard.

Proposition 5. *L'impératif de création de valeur actionnariale a pour effet, lors de son introduction, d'accroître le taux de chômage d'équilibre et de diminuer le taux de salaire réel en vigueur.*

Proposition 6. *Le taux de chômage d'équilibre, lorsque la firme a un comportement de recherche de création de valeur, dépend positivement de la prime de risque du marché des actions ainsi que du degré d'activité du marché de contrôle (tableau 1).*

Tableau 1. Etude de statique comparative sur le modèle

	α	a	θ	b_{ta}	ϕ
u	-	-	+	+	+

Conclusion

Le rôle des marchés financiers dans le développement et/ou la persistance du chômage sont une piste peu explorée dans la littérature. A cet égard, l'analyse des transformations impulsées par la globalisation financière (et le développement de la gestion collective de l'épargne) sur le gouvernement d'entreprise et la politique de l'emploi des firmes est une idée qui nous a semblé intéressante. L'introduction d'une exigence de rémunération *ex ante* des actionnaires dans le modèle WS-PS nous a permis d'apporter plusieurs enseignements. D'une part, nous avons vu que cette dernière conduit à une augmentation du taux de chômage d'équilibre, compte tenu de son influence respective sur la courbe de formation des salaires et la demande de travail. D'autre part, la recherche des déterminants de cette rémunération nous a permis de mettre en évidence que de nouvelles variables sont susceptibles d'influencer le chômage involontaire et d'équilibre : la prime de risque du marché actions, le degré d'activité du marché de contrôle, ainsi que le degré de dépendance du bêta à la masse salariale.