



HAL
open science

Elites économiques : à qui profite la financiarisation ?

Pierre Francois, Claire Lemerrier

► **To cite this version:**

Pierre Francois, Claire Lemerrier. Elites économiques : à qui profite la financiarisation ?. Pouvoirs - Revue française d'études constitutionnelles et politiques, 2017, 2 (161), pp.85 - 95. 10.3917/pouv.161.0085 . hal-01520613v2

HAL Id: hal-01520613

<https://sciencespo.hal.science/hal-01520613v2>

Submitted on 19 Feb 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Pierre François et Claire Lemerrier

ÉLITES ÉCONOMIQUES : À QUI PROFITE LA FINANCIARISATION ?

Version ‘auteurs’ d’un article publié dans *Pouvoirs*, n° 161, 2017, p. 85-95.

Résumé

Les rémunérations des PDG des plus grandes entreprises (comme celles des traders) se sont très fortement accrues depuis les années 1990, donnant lieu à des scandales et à la mise en place de codes de bonne conduite. Ces augmentations sont justifiées par la concurrence supposée pour le recrutement des PDG, mais aussi par l’idée qu’elles permettraient d’aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires de leurs entreprises. Les données empiriques disponibles montrent pourtant qu’aucun de ces deux mécanismes ne fonctionne réellement. La financiarisation a ainsi permis aux patrons d’accroître leurs rémunérations, sans vraiment entamer leur autonomie. Les réformes de la gouvernance ont même finalement contribué à l’inflation de leurs salaires.

Les 1 % (ou les 0,01 %) : patrons, financiers, footballeurs

Les critiques des élites évoquent souvent « les 1 % » et conservent sans doute à l’esprit l’antique figure des « millionnaires ». Le segment qui concentre les plus hauts revenus est en réalité bien plus étroit : c’est parmi les 0,01 % les plus élevés des salaires du secteur privé (moins de deux mille personnes), autour et au-dessus du million d’euros de *salaires annuel* – entre cent et plusieurs centaines de fois le salaire moyen –, que l’on retrouve, aux côtés d’une poignée de sportifs, quelques centaines de PDG et deux fois plus de cadres de la finance. En 2011, la rémunération moyenne hors stock-options d’un patron du CAC 40 était ainsi de plus de 4 millions d’euros, soit plus de deux cent cinquante SMIC ; Carlos Ghosn (Renault) gagnait trois fois cette somme. Lindsay Owen-Jones, à L’Oréal, Bernard Arnault, à LVMH, et avant eux Jean-Marie Messier, à Vivendi au début des années 2000, ont aussi occupé la tête de ce palmarès. Si l’on attribue une valeur, suivant les techniques de valorisation habituelles dans le monde de la finance, à leurs stock-options, on parvient à des totaux encore bien plus élevés : de 18 millions d’euros (Bernard Arnault en 2003) à 39 millions d’euros (Lindsay Owen-Jones en 2006).

Lorsque l’on analyse le salaire des patrons français, les comparaisons intertemporelles sont délicates, voire impossibles, à la différence par exemple de ce qui peut être fait aux États-Unis. En France, au XX^e siècle, ces salaires restaient la plupart du temps confidentiels : ce sont les réformes de la « gouvernance » des entreprises, à partir de la loi « sur les nouvelles régulations économiques » de 2001, qui ont obligé à les publier. Mais on peut avancer sans grand risque de se tromper que, depuis la fin des années 1980, les salaires des patrons ont connu une croissance littéralement exponentielle : que l’on se souvienne, par exemple, du scandale soulevé en 1989 lorsque *Le Canard enchaîné* publiait la feuille de paie de Jacques Calvet, PDG de Peugeot, qui, après s’être augmenté de près de 50 % en deux ans, gagnait trente-cinq fois le SMIC. Cet accroissement spectaculaire des rémunérations patronales doit être replacé dans le phénomène de hausse plus générale des très hauts revenus : les données fiscales étudiées par Thomas Piketty et Camille Landais montrent bien que, si, en France, les inégalités ont recommencé à augmenter à partir de la fin des années 1990, c’est avant tout du fait de ces très hauts revenus¹. Entre 2004 et

1 Cf. notamment Camille Landais, « Les hauts revenus en France (1998-2006) : une explosion des inégalités ? » (document de travail), Paris School of Economics, 2007 ; Thomas Piketty, « Les inégalités dans le long terme », *Rapport du CAE*, 2001.

2007, ce sont ainsi les 0,01 % les plus riches qui avaient connu le plus fort accroissement de leurs revenus : + 40 %.

Les scandales médiatiques réguliers sur les rémunérations des patrons ne doivent pas faire oublier la discrétion relative qui entoure le poids direct des salariés de la finance dans l'augmentation des inégalités. Olivier Godechot a ainsi calculé que plus de la moitié de la hausse de revenus des 0,01 % entre 1976 et 2007 était due à ce secteur. Contrairement aux idées reçues, la finance n'a pas pris en soi plus de place dans le monde des grandes entreprises françaises ; elle n'a en particulier pas plus de salariés que dans les années 1970. En revanche, une poignée d'entre eux – des traders, pour résumer – est parvenue, en jouant notamment sur sa maîtrise de clientèles qui permet de réaliser des coups très lucratifs, à augmenter ses rémunérations de manière inédite (alors que celles des ingénieurs les plus pointus, par exemple, stagnaient en comparaison). La situation des salariés des salles de marché est moins précisément connue et plus rarement dénoncée que celle des PDG. Elle fait moins l'objet de codes de bonne conduite, tant la notion de talent reste volontiers utilisée pour justifier leurs émoluments. L'idée selon laquelle une seule personne est responsable, et doit donc être récompensée, des bénéfices d'un deal mériterait pourtant plus ample réflexion.

La hausse des salaires des patrons n'est donc pas seule en cause dans l'accroissement des inégalités. De prime abord, elle semble même plus modeste que l'explosion des rémunérations des traders : entre 1996 et 2007, les salaires des cent PDG les mieux payés ont été multipliés par trois, ceux des cent cadres de la finance les mieux payés par neuf². Ces chiffres ne concernent toutefois que les salaires hors stock-options, ceux qui permettent des comparaisons dans le temps ; ils excluent aussi d'autres formes de rémunération des dirigeants qui ont tout particulièrement fait scandale, comme les primes de bienvenue, les « parachutes dorés » offerts en cas de départ et autres « retraite chapeau » (surcomplémentaires échappant largement à la fiscalité). C'est dire que l'accroissement total des sommes touchées par les PDG a été bien supérieur. Comme aux États-Unis (où les niveaux atteints sont beaucoup plus élevés), ce dernier excède très largement tout ce qui pourrait être justifié par une croissance de la taille ou des résultats des entreprises³. Et après une baisse en 2009, l'augmentation des salaires des PDG a repris : dès 2010, la baisse avait été très amplement compensée.

Il n'y a pas de marché des patrons

Comment rendre compte d'une évolution aussi brutale et aussi spectaculaire des rémunérations patronales ? Deux explications classiques, et compatibles entre elles, sont en général avancées. La première repose sur l'hypothèse selon laquelle, comme d'autres professions élitaires (les sportifs, les artistes, les scientifiques dans certains pays), les patrons bénéficieraient d'un effet de rareté du talent, combiné à des mécanismes marchands spécifiques qui déboucheraient sur des situations de type « *winner takes all* »⁴. Le niveau des rémunérations des dirigeants serait imputable à la concurrence qui s'instaurerait entre les entreprises, à la manière de celle qui se déploie entre les clubs de football lorsqu'ils veulent débaucher tel ou tel joueur. La fixation de ces rémunérations, indécentes à l'arrivée, reposerait sur un mécanisme au départ rationnel.

2 Olivier Godechot, « La finance, facteur d'inégalités », LaVieDesIdees.fr, 15 avril 2011.

3 Ce point, comme plusieurs autres traités dans cet article, est approfondi in Philippe Steiner, *Les Rémunérations obscènes*, Paris, Zones, 2011.

4 Pour une présentation de ces mécanismes, cf. Pierre-Michel Menger, *Le Travail créateur*, Paris, Gallimard-Seuil, 2009.

Cette explication est démentie par les intéressés eux-mêmes. En 2000, Jean-Marie Messier expliquait ainsi : « Notre rémunération n'est pas dictée, contrairement à celle d'un cadre dirigeant, par le marché. Un grand patron ne trouve pas facilement un poste équivalent lorsque, pour une raison ou une autre, il doit en changer. Si je compare ma situation financière à celle de mes homologues étrangers, ce n'est pas parce que demain je pourrais occuper leur fauteuil. C'est parce que nos responsabilités sont les mêmes⁵. » Il n'y a pas, en d'autres termes, de marché international des dirigeants : sauf dans les plus petits pays, les carrières des PDG restent pour l'essentiel confinées dans l'espace national. En France, leurs origines, leurs études, leurs débuts de carrière, sont très semblables à ce qu'ils étaient il y a cinquante, voire cent ans. Très peu internationaux, plus orientés que dans d'autres pays par les diplômes (supérieurs à la licence, voire attribués par les plus grandes écoles, sauf pour quelques héritiers), les parcours des dirigeants mènent en peu d'étapes à une direction générale : la moitié des PDG des cent vingt plus grandes entreprises françaises de 2009 étaient parvenus à ce niveau hiérarchique avant 40 ans (leur âge médian était de 55 ans : en 2009, ils avaient enchaîné les postes de dirigeant depuis une quinzaine d'années)⁶. Et une fois le niveau de directeur général acquis, même si l'on a éventuellement changé de groupe auparavant, on ne bouge plus guère.

Si les PDG peuvent gagner autant que les footballeurs les plus célèbres, ils sont ainsi beaucoup moins directement mis en concurrence. Leur mode de sélection prend d'autant moins les formes brutales de la compétition que les patrons choisissent ceux qui les jugent : ils prennent en effet une part indirecte mais importante dans la sélection des personnes (membres du conseil d'administration) qui fixent leur rémunération et peuvent éventuellement les limoger. Cas extrême, mais que l'on retrouve dans dix-sept des cent plus grandes entreprises françaises (dont l'actionariat est en général bien plus concentré qu'aux États-Unis) : le PDG ou sa famille est l'actionnaire principal, et pèse donc d'un poids direct tout particulier sur le conseil d'administration. On observe pourtant que les salaires ne sont pas tellement plus élevés que la moyenne dans cette situation (ils ont en revanche tendance à inclure une plus grande part fixe, comme dans les entreprises où l'État est un actionnaire important). Ainsi, la carrière des patrons ne court à peu près aucun risque de s'arrêter avant la retraite (elle-même d'un niveau exceptionnel). Lorsqu'une entreprise connaît de mauvais résultats, le conseil d'administration hésite souvent avant d'en attribuer la responsabilité au PDG et de le limoger, et ce d'autant plus qu'il a de l'ancienneté. On se demande alors, par exemple, si la situation ne dépend pas de l'économie du secteur en général plutôt que de la personnalité du dirigeant – un doute très rarement exprimé quand il s'agit de récompenser de bonnes performances, alors que la question se pose tout autant⁷. Le turnover récent s'appliquant à certains PDG a ainsi été surtout causé par les fusions et acquisitions. Et si celles-ci occasionnent une perte de poste, elles augmentent également le salaire du PDG conservé puisque – nous y reviendrons – c'est une règle empiriquement vérifiée dans tous les pays que la rémunération du patron augmente en fonction de la capitalisation boursière de l'entreprise. Par ailleurs, lorsqu'il y a licenciement, les « parachutes dorés » sont là

5 Cité par Philippe Steiner, *Les Rémunérations obscènes*, op. cit.

6 Pierre François et Claire Lemercier, « Une financiarisation à la française (1979-2009) : mutations des grandes entreprises et conversion des élites », *Revue française de sociologie*, vol. 57, n° 2, 2016, p. 269-320.

7 Pour le cas des États-Unis, cf. Marianne Bertrand et Sendhil Mullainathan, « Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n° 3, 2001, p. 901-932. Pour une réflexion générale sur la notion de prise de risque, cf. Sylvie St-Onge et Michel Magnan, « La rémunération des dirigeants : mythes et recommandations », *Gestion*, vol. 33, n° 3, 2008, p. 25-40.

pour amortir la chute. Malgré tous les codes de bonne conduite, la majorité des sociétés du CAC 40 continuent en effet de prévoir des indemnités substantielles en cas de départ contraint ou lié à un changement de stratégie.

L'hypothèse selon laquelle les rémunérations versées aux dirigeants seraient la contrepartie du risque qu'ils courent, et de leur exposition à une concurrence marchande qui tirerait les salaires vers le haut, doit donc être pour le moins relativisée. C'est d'autant plus vrai que les PDG sont très souvent des héritiers. Ils disposent à ce titre d'un patrimoine privé qui leur permettrait de faire face aux chocs de la vie professionnelle, si la leur était aussi chaotique que celle de nombre de salariés. Bien que l'on ne dispose pas d'information systématique sur leur patrimoine, les origines sociales des plus grands patrons français donnent en effet à penser que ce dernier est souvent très élevé, même avant l'accumulation nouvelle permise par leurs salaires de dirigeant. Près de la moitié des PDG de 2009 que nous avons étudiés, comme de ceux de 1979, sont ainsi fils de chefs de grande entreprise. Quant aux rares fondateurs autodidactes, leurs salaires (dans la fourchette basse parmi leurs pairs) viennent s'ajouter à la valeur de leurs parts au sein de l'entreprise. C'est le cas de Jean-Paul Baudrecroux, qui détient encore près des trois quarts du capital du groupe NRJ. En 2016, le magazine *Challenges* estime ainsi sa fortune familiale à 600 millions d'euros, la cent-neuvième de France – dans un classement qui, comme si cela allait de soi, associe à chaque personne ou famille une entreprise, puisqu'il ne s'agit que de fondateurs, héritiers ou héritières et/ou PDG⁸.

Les PDG ont-ils perdu face aux actionnaires ?

La seconde explication classique avancée pour rendre compte de l'augmentation des rémunérations des patrons y voit le symptôme paradoxal de leur perte d'autonomie vis-à-vis des actionnaires. Depuis les années 1970, les économistes tenants de la « théorie de l'agence » (nommée ainsi parce qu'elle étudie les contrats entre « principal », qui donne des directives, et « agent », supposé les exécuter, mais toujours suspect de vouloir tirer avantage de son autonomie relative, et en particulier des informations dont il est le seul à disposer) ont en effet mis en avant le risque que les dirigeants d'entreprise poursuivent des buts personnels au lieu d'agir dans le meilleur intérêt des actionnaires. Ces théoriciens de l'agence ont développé des séries de recommandations visant à faire en sorte que le dirigeant soit « spontanément », c'est-à-dire sans qu'il soit besoin de le surveiller et du seul fait des incitations (notamment financières) qui lui sont données, porté à défendre les intérêts des actionnaires. Ces recommandations ont été depuis intégrées par les écoles de commerce. Elles sont aussi au cœur des réformes récentes de la « gouvernance d'entreprise », et notamment des bonnes pratiques promues depuis les années 2000 par l'Afep (regroupant les plus grandes entreprises) et le Medef sur l'organisation des conseils d'administration. Elles participent directement de la défense de la « valeur actionnariale » : une dimension essentielle de la financiarisation, qui a conduit à une nette hausse de la part des dividendes dans la valeur ajoutée des entreprises, aux dépens des salaires ou de l'investissement.

Ceux qui croient à l'efficacité des réformes de la gouvernance ne sont ainsi pas loin de décrire les PDG comme faisant partie des perdants de la financiarisation – certes avec d'importants lots de consolation. Les rémunérations de ces derniers seraient une manière de les domestiquer. L'attribution de stock-options, en particulier, intéressant plus directement le dirigeant à l'évolution du cours de l'action (et s'ajoutant à la part du salaire variable selon les résultats annuels), aurait pour effet d'aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires. En 2011, le salaire fixe ne représentait ainsi que le quart des rémunérations des PDG du CAC 40, le reste étant composé de part variable,

8 « Les 500 plus grandes fortunes de France en 2016 », Challenges.fr.

d'actions (16 %), de stock-options (12 % en moyenne, mais avec des écarts énormes – source : ECGS) et d'avantages variés. Ces modes nouveaux de rémunération ne sont venus s'ajouter aux salaires (et non pas les remplacer) que pour les plus grandes entreprises, où ces salaires étaient déjà les plus élevés : les inégalités entre PDG se sont ainsi considérablement accrues ; elles sont déjà énormes entre ceux des sociétés du CAC 40 et ceux des cent entreprises suivantes.

Quoi qu'il en soit, les études sur les carrières et les rémunérations des PDG montrent en réalité sans ambiguïté que la financiarisation n'a pas mis ceux-ci en danger et qu'elle ne les a pas non plus transformés en serviteurs de luxe des actionnaires. Si cette hypothèse était vérifiée, alors les rémunérations des dirigeants devraient varier comme celles des actionnaires : lorsque l'actionnaire est mieux rétribué, c'est qu'il est parvenu à domestiquer le dirigeant en le rémunérant généreusement. Or, si l'on se concentre sur les évolutions dans le temps, pour une même grande entreprise française, d'un côté de la rémunération du PDG, de l'autre de la rémunération des actionnaires (la part des dividendes dans le résultat des entreprises), on constate qu'elles ont tendance à varier en sens inverse l'une de l'autre⁹. Ce ne sont pas les mêmes entreprises, aux mêmes moments, qui choisissent de récompenser encore plus à la fois leur principal dirigeant et leurs actionnaires : c'est en fait un choix entre les deux qui s'opère. En effet, les PDG les mieux rémunérés sont ceux qui n'ont pas d'actionnaires forts en face d'eux : plus les droits de vote sont concentrés entre les mains d'un seul ou de quelques actionnaires, moins le salaire du PDG et moins encore le montant de ses stock-options sont élevés. Les actionnaires les plus impliqués ne considèrent donc pas qu'accroître indéfiniment le salaire des PDG les amènerait à mieux servir l'entreprise – du moins, ils semblent mettre une limite à cette idée. Et les PDG français qui ont vu leurs rémunérations augmenter le plus sont donc loin de vivre dans une cage dorée. Ces sommes ne sont pas le prix de leur subordination aux intérêts des actionnaires : elles sont plutôt le signe qu'un actionnariat plus dispersé et moins stable leur offre une marge de manœuvre accrue pour agir dans leur propre intérêt, c'est-à-dire entre autres pour obtenir un salaire plus élevé. La rémunération des dirigeants n'est pas l'instrument de leur perte d'autonomie, mais au contraire le symptôme du maintien de leur pouvoir.

Des luttes avant tout statutaires

Les réformes de la gouvernance sont-elles la solution pour endiguer cette augmentation des rémunérations des PDG, ou du moins pour garantir qu'elle vienne seulement récompenser ceux qui obtiennent de bons résultats ? Là encore, les données empiriques viennent doucher cet espoir. Ces réformes ont en particulier mis l'accent sur la figure de l'« administrateur indépendant », sans lien direct avec l'entreprise et pas davantage, si ce n'est moins, avec le PDG, et sur l'importance qu'il y a de désigner au sein du conseil d'administration un comité de rémunération (consultatif), supposé se pencher de plus près sur la question. Plus récemment, en 2013, le code de gouvernance Afep-Medef a introduit un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, en assemblée générale (vote qui n'a toutefois lieu qu'une fois la décision prise, pour amener le conseil d'administration à la justifier par la suite).

Ces dispositions semblent avoir en pratique un effet très faible, voire contre-productif. Elles sont supposées venir contrebalancer le pouvoir du PDG en sortant les conseils d'administration de

⁹ Calculs inédits réalisés sur la base de données établie par Proxinvest pour les entreprises du SBF 120 en 2004-2009. Nos résultats confirment et complètent ceux d'autres chercheurs et chercheuses, notamment sur la France. Cf. Lionel Almeida, « The Level and Structure of CEO Compensation: Does Ownership Matter? », *Revue d'économie politique*, vol. 124, n° 4, 2014, p. 635-666 ; Ali Dardour et Rim Boussaada, « Gouvernance d'entreprise et rémunération des dirigeants en France », *Revue française de gouvernance d'entreprise*, n° 15, 2015, p. 93-110.

l'entre-soi (parallèlement, le cumul des postes d'administrateur, notamment, a été limité), en accordant plus de temps et en donnant plus de publicité aux débats sur les rémunérations. Et pourtant, on observe que, toutes choses égales par ailleurs, les entreprises qui ont le plus d'administrateurs « indépendants » et les premières à mettre en place des comités de rémunération ont versé à leurs PDG des montants égaux, voire *plus élevés* que les autres (elles ont aussi mieux rémunéré les administrateurs eux-mêmes)¹⁰.

Comment comprendre ce résultat ? La nomination d'administrateurs « indépendants » ou de comités spécialisés a une forte dimension symbolique : elle montre une volonté de bonne conduite, d'alignement sur des « normes internationales de bonne gouvernance », et c'est pourquoi la plupart des plus grandes entreprises ont adopté cette pratique. Mais elle est loin de suffire à modifier l'ensemble de la structure sociale des conseils d'administration. En France, la forme générale des cumuls de positions entre les conseils des plus grandes entreprises est restée inchangée sur un siècle, malgré les guerres et les crises¹¹. Elle repose sur une hiérarchie très forte et intégrée par tous les acteurs, les autres entreprises faisant tout leur possible pour avoir des administrateurs en commun avec les plus grandes et les plus proches du pouvoir. Ce partage d'administrateurs ne passe pas seulement par l'invitation du PDG de l'une au conseil de l'autre – qui peut donner lieu à des sortes de soutien réciproque au sein de comités de rémunération (les PDG qui cumulent le plus de sièges tendent effectivement à être parmi les mieux payés). Il passe aussi par le le partage d'administrateurs qui ne sont pas, ou pas encore, PDG de très grandes entreprises. Cette appréciation se fonde souvent sur leurs diplômes (une grande partie sont énarques ou polytechniciens) et leur parcours dans les sphères administratives ou gouvernementales.

On comprend ainsi pourquoi, en dépit du fait qu'une plus haute rémunération peut être espérée dans le privé, travailler pour l'administration et, aujourd'hui plus encore qu'hier, pour un cabinet ministériel demeure, sinon un passage obligé, du moins une voie d'accès privilégiée aux positions au sein des conseils d'administration et à la tête des plus grandes entreprises françaises. Parmi les personnes occupant au moins deux sièges dans des conseils d'administration des cent vingt plus grandes entreprises françaises en 2009 (qu'ils soient aussi PDG ou non), 30 % étaient ainsi passés par un cabinet, le plus souvent au ministère des Finances, auprès du Premier ministre ou du président de la République, contre 25 % en 1979. Parmi ces cinquante-neuf personnes, quarante-six étaient énarques. La moitié avaient « pantouflé » à 38 ans ou ensuite, donc après une carrière substantielle dans la fonction publique. Ces parcours, outre le prestige qu'ils confèrent, permettent à ceux qui les empruntent de disposer d'un capital social et d'une connaissance interne des logiques politico-administratives, d'autant plus nécessaires aux entreprises qui les recrutent que les autres types de liens que celles-ci entretenaient avec l'État se sont par ailleurs distendus, voire ont disparu à la suite des privatisations.

Plus généralement, la nomination d'administrateurs « indépendants » ne diminue en rien la proximité sociale entre administrateurs et PDG, qui ont grandi dans les mêmes quartiers, fréquenté les mêmes grandes écoles, occupé le même type de postes en entreprise. Cette proximité sociale peut rendre difficile de refuser à un PDG une augmentation qu'il juge légitime (sauf dans les rares cas où les administrateurs ont un mandat clair d'un actionnaire important dans ce sens).

10 Outre les articles précités, cf. Chiraz Ben Ali, « L'impact des attributs du conseil d'administration sur la rémunération du dirigeant », *Gestion 2000*, vol. 31, 2014, p. 133-153.

11 Pierre François et Claire Lemercier, « Ebbs and Flows of French Capitalism », in Thomas David et Gerarda Westerhuis (dir.), *The Power of Corporate Networks*, New York (N. Y.), Routledge, 2014, p. 149-168.

Ces divers éléments pourraient expliquer l'absence d'effet des réformes de gouvernance sur les rémunérations, mais comment comprendre que l'introduction d'un comité de rémunération vienne *augmenter* ces dernières ? Examiner le travail concret de ces comités donne quelques réponses. En effet, ce ne sont pas les administrateurs eux-mêmes qui se chargent d'établir *ex nihilo* les bons principes de rémunération du PDG : ils travaillent sur la base de propositions des services de l'entreprise et surtout d'évaluations de cabinets spécialisés, chargés d'établir des points de comparaison (avec des PDG d'entreprises du même secteur, de la même taille, etc.). Ces cabinets, comme ceux qui conseillent les actionnaires sur les stratégies de vote en conseil d'administration (*proxy advisers*), sont ainsi parmi les premiers bénéficiaires directs des réformes de la gouvernance d'entreprise liées à la financiarisation. La publicisation relative des salaires des dirigeants et des discussions sur ces salaires a en réalité pour conséquence directe une tendance à la dérive des rémunérations vers le haut, et cela par le fait même que la discussion est formalisée et publique : en effet, nul n'apprécie d'être placé au-dessous de la moyenne¹². Confrontés à des données sur des rémunérations définies comme comparables, non seulement les PDG eux-mêmes souhaitent que leur salaire se place dans la moitié supérieure de la distribution, mais encore les administrateurs acquiescent : sauf en cas de véritable contre-performance, il leur serait difficile d'arguer que l'entreprise qui les a choisis pour intégrer son conseil d'administration dussent se dévaluer symboliquement en payant moins bien son PDG que les autres. C'est sans doute ce contexte de lutte statutaire qui explique que le salaire des PDG est corrélé avant tout à la taille de leur entreprise, alors que l'on a peine à croire qu'il faille deux fois plus de compétences pour gérer une entreprise dont la capitalisation boursière est deux fois plus élevée : payer aussi peu qu'au sein d'une entreprise plus petite serait déchoir. Lutte symbolique donc, mais qui entraîne mécaniquement une inflation bien réelle des rémunérations.

Ainsi, les PDG français (d'entreprises financières ou non), tout en représentant une élite économique inchangée dans ses principales caractéristiques depuis des décennies et largement héritière, figurent bien parmi les principaux gagnants de la financiarisation, pour une raison en apparence paradoxale. Ils ont su se saisir du langage de la théorie de l'agence, inventé au départ en vue de réduire le pouvoir des dirigeants face aux actionnaires, pour affirmer qu'il était très important qu'ils soient payés pour partie en fonction des performances de leur entreprise, en particulier par le biais de bonus et de stock-options. En pratique pourtant, non seulement l'indexation réelle de leur salaire, et plus encore de leur fortune, sur ces performances et sur leurs compétences est discutable, mais encore leur perte d'autonomie par rapport aux actionnaires n'a rien d'évident, notamment dans les entreprises dont le capital est le plus dispersé et change souvent de mains. L'adoption généralisée de la rhétorique de la valeur actionnariale a surtout permis de faire oublier les débats sur les autres justifications possibles de la rémunération des PDG (en dehors de l'alignement de leurs intérêts sur ceux des actionnaires) et sur les autres acteurs qui pourraient avoir leur mot à dire sur le partage de la valeur.

12 Olivier Godechot, « “Quel est le salaire de marché ?” Enquêtes de rémunération et mise en forme du marché du travail dans l'industrie financière », *Genèses*, n° 63, 2006, p. 108-127.