



**HAL**  
open science

## Rémunérations des PDG : toniques ou toxiques ? Une mise en perspective de la littérature

Frédéric Teulon, Guillaume Bigot, Bernard Terrany, Negar Youssefian

### ► To cite this version:

Frédéric Teulon, Guillaume Bigot, Bernard Terrany, Negar Youssefian. Rémunérations des PDG : toniques ou toxiques ? Une mise en perspective de la littérature. *Management & sciences sociales*, 2016, RSE et éthique-Impacts sur l'enseignement du management, 21 (21), pp.115-128. hal-01865108

**HAL Id: hal-01865108**

**<https://hal.science/hal-01865108v1>**

Submitted on 30 Aug 2018

**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.

---

# Rémunérations des PDG : toniques ou toxiques ? Une mise en perspective de la littérature

---

**Frédéric Teulon**

Directeur de la recherche,  
IPAG Business School, Paris & Nice  
f.teulon@ipag.fr

**Guillaume Bigot**

Directeur general,  
IPAG Business School, Paris & Nice  
g.bigot@ipag.fr

**Bernard Terray**

Directeur de la recherche,  
IPAG Business School, Paris & Nice  
f.teulon@ipag.fr

**Negar Youssefian**

Directrice des masters internationaux,  
IPAG Business School, Paris & Nice  
n.youssefian@ipag.fr

**Negar Youssefian**

Directrice des masters internationaux, IPAG Business School, Paris & Nice  
n.youssefian@ipag.fr

*Cet article relance le débat relatif à la rémunération des dirigeants. Il pose deux grandes questions ouvertes : 1/ Ces dernières années, la rémunération des PDG a-t-elle augmenté de manière importante et indépendamment de la conjoncture ? 2/ Comment interpréter cette évolution ? Le but de cet article est d'envisager sur un angle nouveau cet enjeu de société majeur. Avec une analyse de la littérature la plus récente, nous mettons en évidence l'ambiguïté du constat empirique. Par ailleurs, notre étude montre que la prudence s'impose dans l'interprétation des facteurs explicatifs des plus hautes rémunérations. Enfin une brève discussion suit sur les implications de cette recherche en termes de dispositions publiques à adopter.*

*Mots clés : Gouvernement d'entreprise, Rémunérations des PDG, Say-on-Pay, Structure d'actionnariat, Théorie de l'agence.*

*This paper addresses two open questions about the CEO pay: 1/ Why has CEO pay increased so much ? 2/ What is behind this evolution ? This paper deals briefly with these issues. The purpose of this study is to review prior literature related to CEO pay and its impact on public policy, firm value and corporate decision making. We highlight the ambiguity of the empirical observations. A discussion of the most recent and relevant literature is provided. The purpose of this study is to think about this major social issue. It is found that the evolution of the CEO pay is ambiguous. In addition, our paper suggests to be careful in the interpretation of the explanatory factors. We finish with a brief discussion of the practical implications of this research.*

*Keywords : Agency problem, Corporate governance, Executive compensation, Ownership structure, Say-on-Pay.*

## Introduction

« *Why has CEO pay increased so much ?* » (Gabaix et Landier, 2008). Cette question posée avec insistance depuis une vingtaine d'années est en passe de bouleverser la gouvernance des plus grandes firmes. Sous le feu des critiques les PDG – nouveaux apôtres de la modernité – sont contraints de sortir de leur silence et de participer au débat pour tenter de défendre leur vérité (voir notamment Kessler et Trainard, 2016). Ces controverses sont devenues particulièrement aiguës du fait du succès des mouvements populistes et du contexte de la crise économique, morale et politique que connaissent les pays développés.

À Londres, à New York, à Paris, à Milan... partout la dénonciation des rémunérations des PDG est devenue un lieu commun dès lors que celles-ci sont visibles. En France, le rapport Viénot<sup>1</sup> de 1999 préconisait de rendre transparentes les rémunérations des dirigeants. Depuis 2001, avec la loi NRE relative aux Nouvelles Régulations Economiques, les salaires et avantages des patrons ont été rendus publics. La volonté d'assurer une transparence des rémunérations et une meilleure gouvernance des entreprises a ouvert une boîte de Pandore d'où s'échappent cris et protestations contre des revenus souvent jugés « indécents ». Un des effets surprenants de cette loi a été de créer un « benchmark » utilisé par les patrons français pour souligner qu'ils étaient moins bien payés – pour des situations comparables – que dans les pays anglo-saxons (Almeida, 2016)<sup>2</sup>. Paradoxalement la transparence a banalisé les très hauts revenus. Le mimétisme et le souci de « tenir son rang » jouent un rôle important dans la classe dirigeante (Point et Tyson, 2006).

La loi sur le Travail, l'Emploi et le Pouvoir d'Achat (TEPA) de 2007 – qui soumet l'attribution d'indemnités de départ à des critères de performance – puis le code AFEP-

MEDEF de 2013 – qui pose les bases d'une autorégulation – et enfin la loi Sapin 2<sup>3</sup> n'ont pas calmé les esprits.

La suspicion plane sur les bonus qui pousseraient les dirigeants à mener des politiques de court terme afin de maximiser leurs gains ou qui seraient versés indépendamment des résultats obtenus. Cette tension s'est reflétée aux États-Unis dans le mouvement « Occupy Wall Street »<sup>4</sup> et dans la dénonciation du dysfonctionnement des marchés et de la dynamique supposée perverse du capitalisme financier.

En France, elle renvoie à la contestation des élites et à l'hostilité de la population vis-à-vis des privilèges (héritage de la « nuit du 4 août »). Cette contestation des élites est une réactivation du débat sur les « 200 familles », à une différence près : dans l'entre-deux-guerres on accusait les grands patrons de diriger indûment la France, aujourd'hui on leur reproche d'abandonner le pays (délocalisations, paradis fiscaux, cumul de rémunération...). En 2016/2017, les affaires Carlos Ghosn (PDG de Renault) et de Nissan dont la rémunération a été imposée par le Conseil d'administration contre l'avis des actionnaires) ou Carlos Tavares (PDG de Peugeot qui a vu sa rémunération doubler en un an) n'ont été que des péripéties de plus alimentant la défiance du grand public et les discours des intellectuels critiques.

La situation des grands patrons a un aspect symbolique très marqué (Zajac et Westphal,

---

1. Marc Viénot, *Rapport sur le gouvernement d'entreprise*, AFEP-MEDEF, juillet 1999.

2. *Désormais on peut suivre en direct l'évolution de la rémunération des grands patrons, selon des principes proches de ceux de la télé réalité ou des méthodes du show-business.*

3. *Loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.*

4. *En reprenant la classification de l'historien grec Polybe, d'aucuns pourraient considérer que nous sommes en train de passer de l'oligarchie (politique et financière) à une forme d'ochlocratie (forme de gouvernement où la foule a le pouvoir d'imposer sa volonté).*

1995). Cependant on oublie trop souvent que des exemples isolés n'ont pas force de démonstration et qu'il convient de raisonner sur des groupes assez larges pour obtenir des résultats significatifs. Tel est le parti pris choisi par Thomas Piketty (2013) qui a récemment relancé le débat sur les inégalités de revenu en aménageant les thèses de Karl Marx et en tentant de donner à ce débat une base scientifique (à partir notamment de la formule  $r > g$ )<sup>5</sup>.

L'objectif de notre article est de synthétiser les termes du débat tel qu'il est présenté dans la littérature académique et de proposer quelques pistes de réflexion qui permettraient – nous l'espérons – de recentrer le débat sur des bases moins partisans et plus objectives. Les enjeux managériaux et sociétaux de ce débat sont importants, notamment si l'on veut poser les bases d'un partage des richesses qui puisse être compris, à défaut d'être nécessairement accepté par tous. La défiance à l'égard de la classe dirigeante est en effet de nature à remettre en cause la cohésion nationale et les croyances partagées.

Dans la section 1, nous montrons que la progression des inégalités « par le haut » repose sur un constat ambigu. La section 2 montre que le débat oscille entre les effets prévisibles de la concurrence et les effets dissimulés de la cooptation. Dans la section 3 nous nous interrogeons sur les conséquences d'une grande divergence des rémunérations en termes de mobilité sociale car la question des hautes rémunérations est moins un problème interne aux firmes qu'un problème de société. Enfin, la section 4 insiste sur la difficulté de mise en œuvre de politiques correctrices.

## Un constat ambigu

Les rémunérations des PDG des plus grands groupes industriels et de service sont hors normes<sup>6</sup>. En France, la rémunération moyenne annuelle des patrons des quarante

premières entreprises cotées en Bourse (CAC 40) s'établi à près de 4,1 millions d'euros, soit 235 fois le salaire minimal (SMIC)<sup>7</sup>. La France ne détient pas un record dans ce domaine, puisque dans d'autres pays comme les États-Unis ou la Suisse, les rémunérations des PDG peuvent être encore bien plus élevées (tableau 1).

Le niveau de rémunération des PDG des plus grandes entreprises est peu significatif des inégalités qui traversent une société dans la mesure où ils sont peu nombreux (quarante pour les entreprises du CAC-40 en France... Cent pour le FTSE-100 au Royaume-Uni... Cinq cents pour le Standard and Poor's – S&P 500 – aux États-Unis...). D'où l'idée de raisonner sur un échantillon de contribuables un peu plus large en regardant la situation des 1 % (dernier centile) les mieux rémunérés (tableau 2) ou celle de 10 % (dernier décile) les plus riches (tableau 3).

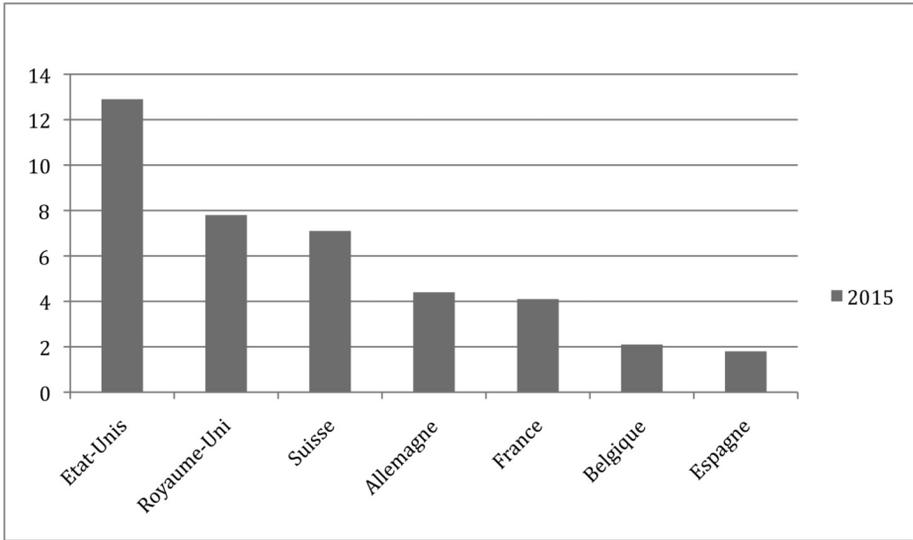
5. Avec  $r$  le rendement du capital (le taux d'intérêt) et  $g$  le taux de croissance de l'économie. Si  $r > g$ , la rémunération du capital s'accroît plus rapidement que le PIB et que la rémunération du travail. Piketty (2013) fait de cette formule et de la transmission du patrimoine entre les générations (héritages) l'explication majeure de l'accroissement des inégalités.

6. Le terme de « norme » est d'utilisation courante en sciences sociales. La vie en société nécessite de respecter un certain nombre de règles, de normes et de valeurs (Émile Durkheim, 1985 ; Norbert Alter, 2009 ; Zygmunt Bauman, 2003 ; Pierre Demeulenaere, 2003). Les normes assurent la solidarité du groupe et guident les conduites (Robert Bales, 1971 ; Talcott Parsons...). Voir également les travaux de Jeffrey Alexander sur la différence entre norme et rationalité. En utilisant le terme de « norme » nous suggérons sans le dire explicitement que les dirigeants des grands groupes peuvent apparaître comme déviants (Howard Becker, 1963) s'ils s'écartent des normes de rémunération qui ont cours dans leur pays. Les normes en matière de rémunération doivent être présentées comme des "solutions" à des problèmes issus des situations dans lesquelles sont placés les acteurs. Bien évidemment les acteurs (au sens large) construisent eux-mêmes l'ordre normatif (l'ordre social est une création concertée et entretenu par la pratique quotidienne des membres de la société) et la perception des inégalités est largement subjective puisqu'elle dépend de normes qui évoluent dans le temps.

7. Pour mémoire, la polémique relative aux rémunérations des grands patrons a commencé en France avec la publication en 1989 par Le Canard enchaîné de la feuille d'imposition de Jacques Calvet (PDG de Peugeot). A l'époque, ce patron gagnait 50 fois le salaire minimal (SMIC).

Table 1

Rémunération moyenne des dirigeants des 40 plus grandes entreprises (M euros)



Source : Ce calcul a été effectué par les auteurs à partir des Rapports annuels des 40 firmes les plus importantes en termes de capitalisation boursière dans chaque pays considéré pour l'année 2015. Ces informations ont été croisées avec celles fournies par des cabinets spécialisés comme Proxinvest. NB. La rémunération comprend ici le salaire, les bonus et la valeur des stocks options réalisées au cours de l'année.

Table 2

Part du Top 1 % dans la rémunération totale sur un siècle (1913-2012)

	1913	1940	1947	1980	2000	2012
États-Unis	18%	15%	12%	8%	15%	18%
France	17%	13%	9%	8%	8%	9%

Source : WID – World Wealth and Income Database

Table 3

Part du Top 10 % dans la rémunération totale sur un siècle (1913-2012)

	1913	1940	1947	1980	2000	2012
États-Unis	40%	44%	34%	33%	42%	47%
France	42%	38%	34%	31%	33%	32%

Source : WID – World Wealth and Income Database

Il y a une difficulté évidente à interpréter les résultats d'études longitudinales du fait des changements contextuels. Néanmoins, le constat empirique (les « faits stylisés ») peut être résumé de la façon suivante si l'on synthétise notamment les données issues de *World Wealth and Income Database*, de Income Data Base et des rapports annuels des grandes sociétés multinationales:

- 1/ On constate que les inégalités se sont accrues au XIX<sup>ème</sup> siècle (Piketty, 2013), jusqu'à culminer à la veille de la Première Guerre mondiale, puis une tendance au recul domine dans l'entre-deux-guerres.
- 2/ On constate une forte diminution des inégalités au cours du XX<sup>ème</sup> siècle jusqu'à la fin des années 1970, suivie en France d'une stabilisation, mais aux États-Unis d'un bond en avant jusqu'à dépasser aujourd'hui le niveau de 1913 (pour le dernier centile). Aux États-Unis, l'écart entre les riches et les pauvres s'est fortement accru sur la période récente, avec un risque de sécession pour les milieux les plus aisés.
- 3/ Contrairement à une idée reçue, les rémunérations des PDG sont orientées à la baisse lors des phases de récession (Song *et al.*, 2014).
- 4/ Les disparités (en termes de performance, de taille ou de secteur d'activité) entre firmes expliquent en partie la montée des inégalités aux Etats-Unis. Song *et al.* (2015) soulignent que les inégalités à l'intérieur de chaque firme américaine ont peu augmenté au cours de leur période d'étude (1978-2012) ; selon eux, la rémunération du top 1 % a augmenté, mais moins que les revenus des firmes dans lesquelles ils travaillent.

Notons qu'il existe de nombreuses incertitudes relatives à la mesure des inégalités. Quelques questions parmi d'autres : La valeur des stock-options doit-elle être comptabilisée au moment où les

options sont attribuées ou uniquement lorsqu'elles sont exercées ? Faut-il mesurer les inégalités avant ou après redistribution ? La mesure doit-elle porter sur les individus, les ménages ou sur les foyers fiscaux ?

Armour *et al.* (2014) insistent sur un point : le constat d'une dynamique inégalitaire récente doit être reconsidéré si l'on rapporte les plus-values à leur année de genèse. Il existe également des incertitudes relatives à la structure optimale des incitations qui doivent être mises en place en pratique par les firmes (Jarque, 2014).

Si la rémunération des patrons doit-être mise en relation avec leur performance<sup>8</sup> (De Angelis et Grinstein, 2012), il existe aussi des incertitudes dans la manière d'appréhender cette performance (est-elle uniquement financière ? A-t-elle également une dimension sociale ?...). Faut-il privilégier l'évolution des ventes (chiffre d'affaires), la variation du cours boursier, le Return on Assets (ROA) ou le Return on Capital Employed (ROCE) ? Le point central est que le lien entre la rémunération d'un dirigeant et sa performance n'a jamais été prouvé (Lippert et Moore, 1994 ; Nichols et Subramanian, 2001 ; Essen *et al.*, 2015).

La période récente confirme les doutes que l'on peut avoir sur la relation bonus/performance. En effet, les profits de nombreuses entreprises se sont accrues du fait de la politique de Quantitative Easing (QE) menée par les Banques centrales et non nécessairement du fait de nouvelles stratégies gagnantes mises en place par les PDG (+ 10 % de revenus supplémentaires en moyenne, en 2015, pour les PDG des firmes FTSE-100<sup>9</sup>, etc.). La chance (*pay-for-luck*) est

---

8. On peut renvoyer ici au fameux principe de différence de John Rawls (1971) : ne sont autorisées que les inégalités qui bénéficient aux membres les plus défavorisés de la société.

9. Variation calculée par le High Pay Centre (un think tank anglais spécialisé sur l'étude des hautes rémunérations) et par l'Institut de gouvernance ICASA (Institute of Chartered Secretaries and Administrators).

---

un facteur qui a son importance dans la dynamique des carrières et des rémunérations (Sandel, 2009 ; Campbell et Thompson, 2014).

## **Effet prévisible de la concurrence ou effet dissimulé de la cooptation ?**

La littérature se partage en deux grandes tendances :

- Les partisans de la main invisible insistent sur l'existence d'un équilibre compétitif sur le marché des hautes qualifications. L'augmentation des rémunérations serait alors directement liée à l'accroissement de la taille des firmes (Gabaix et Landier, 2008 ; Kaplan, 2012 ; Landier et Sauvagnat, 2014). Les managers les plus performants seraient les plus demandés et en conséquence les mieux payés (Fabri et Marin, 2016). L'accroissement de la taille des firmes pousse les actionnaires à embaucher les dirigeants les plus productifs (tout écart de productivité d'un dirigeant est démultiplié par la taille de la firme). Ce modèle conduit à trois résultats (Teulon, 2013) : 1/ la rémunération s'établit à un niveau qui équilibre l'offre et la demande de travail ; 2/ la rémunération horaire des patrons est égale à la valeur du produit marginal de leur travail ; 3/ en référence à la théorie de l'agence, il est possible d'aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires grâce à des mesures incitatives (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980). Cette analyse suppose qu'il existe un marché international des dirigeants et que l'information circule de façon suffisamment transparente ;
- Les partisans de la main visible (mais néanmoins le plus souvent dissimulée) considèrent que les niveaux de rémunérations sont liés à des rentes de situation liées à la composition et au caractère inamovible des Conseils d'administration (Yermack, 2006 ; Bebchuk et Fried, 2006 ; Bebchuk *et al.*, 2010). L'enjeu n'est pas de supprimer la logique des marchés dans une optique jusqu'au-boutiste, mais plutôt de chercher les

moyens pour qu'ils fonctionnent mieux en faisant sauter les barrières qui protègent l'accès aux professions socialement valorisées et en limitant l'influence des lobbies qui font pression sur le législateur dans un sens qui n'est pas toujours favorable à l'intérêt général (Rothwell, 2016).

L'influence des dirigeants sur la nomination des administrateurs et le fait qu'ils partagent des réseaux en commun rend plausible cette deuxième interprétation (en termes de « main visible »). Nombreuses sont en effet les études qui soulignent la collusion au sein des Conseils d'administration et l'enracinement des dirigeants. En conformité avec cette analyse, on peut citer les analyses qui évoquent l'importance des réseaux politiques ou de diplômés (Hwang et Kim, 2009 ; Aslan et Grinstein, 2014), l'effet « peer group » (DiPrete *et al.*, 2010), le lobbying politique (Sobel et Graefe-Anderson, 2014) ou les renvois d'ascenseur (Armstrong *et al.*, 2012). Ces problèmes sont particulièrement prégnants en France, pays où la gouvernance des entreprises pèche du fait de la forte consanguinité dans la composition des Conseils d'administration/surveillance ou des Comités de rémunération (Kadushin, 1995).

Depuis les articles fondateurs de Xie *et al.* (2003) et de Bebchuk et Fried (2003), la plupart des études empiriques montrent que les relations entre, d'une part, les PDG et, d'autre part les actionnaires et les administrateurs conditionnent en partie les niveaux de revenu atteints. Citons ici à titre d'exemple, plusieurs études récentes :

- Chhaochharia et Ginstein (2009) montrent qu'en réponse aux scandales du début des années 2000 (Enron et Worldcom), les États-Unis ont adopté une législation plus contraignante. Cette dernière a été à l'origine d'une baisse des rémunérations particulièrement prononcée (de l'ordre de 15 %) dans les firmes n'ayant pas de bloc d'actionnaires présent dans le conseil d'administration (l'ampleur de cette baisse a été contestée par Guthrie *et al.*, 2012) ;

- Almeida (2014) montre, à partir d'une étude sur les entreprises françaises du SBF120, que les rémunérations des PDG sont d'autant plus importantes que les actionnaires sont peu engagés dans le contrôle de l'entreprise. La rémunération fixe « ressort finalement comme une mesure du degré de délégation faite au dirigeant » (ceci tendrait à montrer que les prescriptions de la théorie de l'agence concernent surtout les firmes dans lesquels les actionnaires sont peu engagés et motivés par des préoccupations de court terme) ;

- Ben Ali et Teulon (2017) utilisent deux spécifications différentes pour appréhender la rémunération des PDG du SBF-120 : la rémunération totale et la rémunération qui vient en supplément du salaire. Dans les deux cas, ils utilisent comme variables : la taille des Conseils d'administration, le nombre de leurs membres, la fréquence des réunions et l'assiduité des administrateurs, l'existence ou non d'un Comité de rémunération, les liens familiaux. Le papier conclut que la taille des Conseils d'administration, le nombre de ses membres, la fréquence des réunions et l'assiduité des administrateurs ont peu d'impact sur la rémunération totale des PDG. En outre, Ben Ali et Teulon (2017) montrent dans une seconde spécification que la partie variable de la rémunération est corrélée négativement avec l'existence de liens familiaux entre les PDG et les administrateurs (la famille représente de ce point de vue un garde-fou contre les excès).

D'autres paramètres peuvent jouer à la marge. Ainsi la sensibilité gouvernementale face aux pressions de l'électorat est une variable à prendre en compte. Hadley (2016) montre qu'aux États-Unis les firmes qui bénéficient de contrats fédéraux sans avoir un pouvoir de négociation important sont amenées à réduire à la baisse la rémunération de leurs dirigeants – d'elles-mêmes ou sous la menace de l'adoption de mesures contraignantes – de peur d'être

évincées des marchés publics. L'action des pouvoirs publics est à la fois une réponse à l'évolution des rémunérations et le levier de cette évolution (Murphy, 2012).

## L'ascenseur social en panne ?

« *More inequal, but more mobile ?* » (Garnero *et al.*, 2016), la question reste posée. Si les inégalités s'accroissent, il est d'autant plus important de voir comment le groupe qui bénéficie des hauts revenus se modifie. L'enjeu est la redistribution des fortunes d'une génération à la suivante, une soupape de sécurité qui rend plus facile l'acceptation des inégalités et donc un gage de stabilité de la société. Les rémunérations des grands patrons seraient particulièrement injustes si elles ne dépendaient que de ce fait contingent qu'est la naissance (le CAC 40 pourrait alors être assimilé à une aristocratie féodale ou à un système de caste). Le principe de justice exige que la répartition des revenus et des opportunités ne dépende pas de facteurs qui sont arbitraires d'un point de vue moral.

En fait, l'accès au groupe des 1 % les mieux rémunérés n'est pas fermé, mais les trajectoires de mobilité sociale sont étroitement balisées. À la marge, une certaine « circulation des élites » (Pareto) s'effectue car la mobilité intergénérationnelle n'a pas significativement diminuée (Chetty *et al.*, 2014). Il existe donc un décalage entre la perception du phénomène et la réalité : la thèse d'une panne de l'ascenseur social doit être nuancée voire remise en cause (l'ascenseur ne peut pas tomber en panne car il n'a jamais vraiment fonctionné). La reproduction des élites ne s'est pas aggravée, mais elle est toujours présente<sup>10</sup>.

10. Selon Lefranc et Trannoy (2005) « L'élasticité estimée du revenu des fils (respectivement des filles) par rapport au revenu de leur père est de 0,4 en France (respectivement 0,3) ».

---

La mobilité structurelle liée à la déformation des structures des qualifications (effondrement du nombre de paysans et forte réduction du nombre d'ouvriers non qualifiés) est à l'origine de flux significatifs de mobilité entre les générations. La mobilité nette (hors effet structurel) décline mais très faiblement. Au total, la situation est assez stable (en termes de flux de mobilité) depuis une quarantaine d'années en France comme aux États-Unis.

Pour le sommet de la pyramide des revenus, les résultats des études disponibles sont contradictoires :

- Pour certains, la hausse des hautes rémunérations a tendance à élargir le fossé entre les cadres supérieurs/dirigeants – *professional-managerial class* – et les couches populaires – *working class* (Reich, 2015 ; Mitnik *et al.*, 2016) ;
- D'autres études sont d'une tonalité très différente. Pour Auten *et al.* (2013), l'accès au groupe le plus privilégié est devenu plus perméable. Tel est le point de vue également de Caicedo *et al.* (2016) qui insistent sur le fait que la hausse de l'inégalité salariale est compatible avec l'idée qu'une partie plus grande de la population bénéficie d'un accès élargi à l'éducation et aux connaissances.

Au-delà de cette controverse, la nouvelle économie fondée sur les nouvelles technologies de l'information a été à l'origine d'une redistribution des fortunes. Ainsi dans le « Top 20 » du classement Forbes 2016 des plus grandes fortunes mondiales, on trouve quatre héritiers (Liliane Bettencourt de l'Oréal et les trois Walton de la société Walmart), les autres milliardaires étant des entrepreneurs ayant réussi par eux-mêmes (Bill Gates, Larry Page, Marc Zuckerberg, Jeff Bezos, Michael Bloomberg...) ou ayant repris une PME familiale pour la transformer en multinationale (Bernard Arnault, Charles Koch).

## Que faire ?

La question des inégalités nous renvoie à l'État et à notre conception de la justice sociale et de la méritocratie. Comme dans d'autres domaines, l'objectif du régulateur est de rendre concret des notions abstraites issues de la théorie économique (relation d'agence, concurrence, justice distributive...) en termes de normes réglementaires en relation avec la responsabilité sociale des entreprises (normes qui peuvent heurter les pratiques professionnelles et les intérêts des actionnaires).

Force est de constater la multiplicité de facteurs explicatifs des inégalités. Certains de ces facteurs permettent objectivement d'expliquer ou de justifier une grande partie des inégalités : comportements d'épargne, durée des études (capital humain), durée du travail, différences de productivité et différences de statut (caractère dual du marché du travail). Dès lors la lutte contre les inégalités se heurte à un premier obstacle : comment éviter de pénaliser ceux qui créent des richesses ? Puis à un second : comment éviter que les mesures prises ne créent elles-mêmes d'autres formes d'inégalités ?

On pourrait envisager de fixer des plafonds de rémunération (*pay caps* ou salaire maximal par opposition au salaire minimal). Cette proposition doit faire face à un certain nombre d'objections : elle n'a pas en France de base légale, elle risque de provoquer une fuite des compétences, des stratégies de contournement ou une diminution de l'effort au travail (Chou et Chen, 2015).

Pour certains (Piketty, 2013 ; Atkinson, 2014) la réduction des inégalités passe par une hausse des taux marginaux d'imposition sur les hauts revenus et les patrimoines importants. Notons cependant qu'il existe un risque de contournement des mesures gouvernementales (Hadley, 2016). Un des effets pervers de l'augmentation des impôts est la hausse des rémunérations (afin de

---

maintenir leur caractère incitatif en valeur nette d'impôts). Un autre effet pervers est la délocalisation des sièges sociaux et des bases d'imposition (Badel et Huggett, 2014).

On peut même imaginer l'existence d'un cycle enchaînant plusieurs périodes : durcissement de la réglementation conduisant à une réduction des bonus, elle-même à l'origine d'une baisse de la motivation et des profits, puis sous la pression des actionnaires une hausse des rémunérations, à l'origine de l'adoption de nouvelles mesures publiques, etc.

Afin d'éviter une hausse supplémentaire des prélèvements obligatoires, les pouvoirs publics sont à la recherche d'un mécanisme ad hoc d'autorégulation : *soft law* ou *Say on Pay* ?

En France, le grand patronat a cherché à éviter l'adoption d'une loi (jugée par essence trop rigide pour être efficace) au profit d'un code éthique (la *soft law* anglo-saxonne). Les principales limites de ce code AFEP-MEDEF sont les suivantes : 1/ il n'a pas de valeur juridique contraignante ; 2/ il n'a pas vraiment modifié les pratiques de rémunération.

L'introduction du *Say on Pay* dans le code AFEP-MEDEF<sup>11</sup> de 2013 visait à s'appuyer sur la discipline interne au sein du groupe des grands patrons<sup>12</sup>. Un compromis de dupes ou une forme de « paix carthaginoise » par trop favorable aux plus riches ?

Du point de vue du régulateur, il s'agit de retrouver le sens de l'intérêt général et de retourner à une forme de sobriété salariale et hauteur de vue (mais peut-on légiférer pour apprendre l'humilité et la vertu ?). L'époque est à la recherche continue de « surplus de bonus », il est donc difficile d'obtenir un « surplus de dignité ». Du point de vue patronal – au-delà de l'objectif de défense d'un certain niveau de rémunération – il s'agit de conserver une quantité minimale de capital symbolique, de rétablir une

réputation fissurée par des scandales et de définir un nouvel espace de légitimité.

Pour Alissa (2015) le *Say on Pay* va dans le sens d'une bonne gouvernance en exerçant une pression sur les dirigeants. Cai et Walkling (2011) concluent leur étude en suggérant que l'application du *Say on Pay* crée de la valeur dans les firmes qui ont des systèmes de rémunération défaillants, mais qu'elle peut également détruire de la valeur dans les entreprises qui ne sont pas dans cette situation.

Il faut donc relativiser le rôle que les partisans enthousiastes de cette mesure lui ont vu jouer. De nombreuses études mettent en avant des résultats paradoxaux. Ainsi selon Alissa (2015), Kronlund et Sandy (2015), la mise en application du SOP réduit le montant des salaires et des parachutes dorés des PDG, mais accroît la masse des stock-options et la valeur des plans de retraite. Le vote des actionnaires conduit à augmenter la valeur totale des revenus versés (notamment si cela entraîne à une uniformisation par le haut des pratiques) ce qui est le contraire de l'objectif recherché.

Notons que la loi Sapin 2 de 2016 vise à permettre aux actionnaires de s'opposer aux rémunérations des patrons d'entreprises cotés en Bourse dans l'hypothèse où celles-ci seraient jugées excessives. L'objectif est de rendre opérationnel le principe du *Say on Pay* et de rendre plus contraignantes les décisions des Assemblées générales d'actionnaires (auparavant le vote sur les rémunérations des dirigeants était consultatif). Selon les termes de la loi, l'Assemblée générale ordinaire annuelle doit approuver les « principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes,

---

11. AFEP : Association Française des Entreprises Privées.

12. Le *Say on Pay* est devenu obligatoire au Royaume-Uni en 2006 et aux États-Unis en 2011.

Table 4

**Coefficient de Gini, Revenu disponible (après transferts, 1990-2012)**

	1990	2000	2012
États-Unis	0,35	0,37	0,39
France	0,27	0,28	0,31

Source : OCDE, IDD – *Income Data Base*, 2015.

NB 1. Avec un coefficient égal à 1, tous les revenus seraient perçus par une seule personne; pour une valeur de 0, on aurait une stricte égalité entre tous.

NB 2. La Banque mondiale évalue à 0,72 le coefficient de Gini international (tous pays confondus).

*variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature attribuables aux dirigeants ».*

Alors que pour les revenus primaires l'indice de Gini est similaire en France et aux États-Unis (environ 0,45 en 1990 dans un cas comme dans l'autre et 0,51 en 2012, selon l'OCDE), son niveau est très différent dans ces deux pays dès lors que l'on raisonne en termes de revenu disponible (tableau 4).

Sous réserve des effets pervers mentionnés ci-dessus et au-delà des mesures de type Say and Pay, on voit bien (notamment au travers du cas français) que la taxation est une arme efficace pour réduire les écarts de rémunération. À la formule de Marx : « *Les patrons disparaîtront* », Piketty substitue le mot d'ordre : « *Les patrons paieront* »<sup>13</sup>.

Seront-ils les seuls à payer ? Notons avec Rothwell (2016), d'une part, Kessler et Trainor (2016), d'autre part, que les PDG et les financiers ne constituent pas le groupe le plus important des hautes rémunérations, on trouve aussi des professions liées à la santé (dentistes, médecins spécialistes...) ou au secteur juridique (notaires, huissiers...), autant de métiers bénéficiant d'une rente sectorielle plus ou moins organisée par la puissance publique. L'enjeu est ici de reconsidérer le rôle des réglementations étatiques qui produisent des inégalités choquantes entre personnes ayant les mêmes qualifications et la même productivité, mais travaillant dans des secteurs différents (Mortensen, 2003).

**Conclusion**

La multiplicité des formes d'inégalités dans nos sociétés devrait nous obliger à avoir une vision globale des différences de statut, de richesse et de rémunération.

Des rémunérations toniques ou toxiques ? Notre article n'apporte en aucune façon une conclusion définitive. Il propose d'analyser différemment les rémunérations des PDG, en prenant du recul et en s'appuyant sur les études les plus récentes publiées sur le sujet. Nous montrons que la mesure des inégalités de revenu est par nature difficile. Par conséquent les chiffres fournis ici et là (notamment dans la presse) doivent être interprétés avec précaution. Nous rejoignons Piketty (2013) pour dire que l'échelle des salaires ne rend pas compte des inégalités de patrimoine qui représentent le véritable critère de séparation entre les riches et le reste de la population.

Par ailleurs, nous insistons sur le fait que les questions de rémunération renvoient à des principes de justice, c'est-à-dire à une réflexion sur les notions d'honneur, de vertu et de consensus. La justice ne nous renvoie pas uniquement à la question de savoir comment répartir les biens, elle exige que nous sachions donner du sens à cette

13. Chacun aura bien évidemment remarqué que le titre *Le Capital* au XXIème siècle nous renvoie au livre *Le Capital* de Karl Marx.

répartition (Sandel, 2009)<sup>14</sup>. La justice exige également que nous retrouvions le sens du collectif, alors que les personnes qui réussissent oublient souvent la dimension contingente de leur succès.

Enfin, nous suggérons que l'étude des revenus à l'extrémité supérieure de la hiérarchie des revenus (le cercle des grands patrons) présente un intérêt limité du fait du nombre très restreint de personnes qui s'y trouvent. L'enjeu social se situe plutôt au niveau central de la distribution des revenus (risque de prolétarisation d'une partie des cadres moyens, employés ou ouvriers qualifiés). La stabilité du pays dépend de sa capacité à enrayer l'augmentation du nombre de travailleurs prolétarisés (Chauvel, 2006).

La construction d'une société inclusive passe à la fois par le soutien aux classes moyennes – épine dorsale de toute société – et par un effort explicatif sur les causes réelles des inégalités (si l'on ne veut pas en rester à des incantations destinées à stigmatiser les grands patrons).

Il semble difficile de contester la conclusion de Murphy (2012) qui disait que la rémunération des dirigeants dépend des interactions sur le marché très compétitif des talents, du pouvoir managérial et de facteurs politiques. Si les politiques publiques ont leur importance, il ne faut pas non plus surestimer la capacité des États à combattre les

inégalités qui prennent le plus souvent leur source dans le milieu familial. Comme le conseillait dans un numéro récent l'hédomadaire *The Economist* : « *Choose your parents wisely* ».

## Références bibliographiques

Aghion, P., Akcigit, U., Bergeaud, A., Blundell, R., Hemous, D. (2015). *Innovation and top income inequality*, NBER, n° 21247.

Alexander, J. (2004), *Cultural Pragmatics : Social Performance between Ritual and Strategy*. *Sociological Theory*, 22, 527-573.

Almeida, L. (2014). The level and structure of CEO compensation : Does ownership matter ?, *Revue d'Economie Politique*, vol. 124, pp. 653-666.

Almeida, L. (2016). *The effects of CEO pay transparency in France : Benchmarking, catching-up, and outsider scrutiny*, Working Paper.

Alissa, W. (2015). Board's response to share-holders' dissatisfaction : the case of "Say and Pay" in the United Kingdom, *European Accounting Review*, 24 (4), 727-752.

Alter, N. (2009), *Donner et prendre, la coopération en entreprise*, La Découverte.

De Angelis, D. & Grinstein, Y. (2012). *Pay for the right performance*, Johnson School Research Paper Series.

Armour, A., R. Burhauser, R., Larrimor, J. (2014). Levels and trends in United States income and its distribution : a crosswalk from market income towards a comprehensive haig-simons mesure, *Southern Economic Journal*, 81 (2), 271-293.

Armstrong, C., Ittner, C., Larcker, D. (2012). Corporate governance, compensation consultants, and CEO pay levels, *Review of Accounting Studies*, 17 (2), 322-351.

Aslan, H. & Grinstein, Y. (2014). *CEO compensation and Political Connectedness*, Working Paper.

Atkinson, A. (2014). After Piketty ?, *British Journal of Sociology*, 65 (4), 619-638.

Auten, G., Gee, G., Turner, N. (2013). *Income inequality, mobility and turnover at the top in the US, 1987-2010*, *The American Economic Review*, 103 (3), 168-172.

14. Dans la conception de la justice de John Rawls (1971), une répartition inégalitaire des revenus et de la richesse, n'est juste que si elle bénéficie aux personnes les moins favorisées. Ceci nous renvoie au débat évoqué précédemment : comment apprécier la contribution des grands patrons au fonctionnement de la société ? Une rémunération égale à 200 fois le salaire minimal est-elle conforme au « principe de différence » ? Si cette rémunération est taxée selon un barème progressif et si le produit de cet impôt permet de financer plus de dépenses sociales (logement, éducation, santé...), alors une telle inégalité respecte le principe de différence (le principe de justice exige également que les places ne soient pas préemptées à l'avance).

- Badel, A. & Huggett, M. (2014). *Taxing Top Earners : A Human Capital Perspective*, Research Division Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper Series, n° 017.
- Bales, R. (1971). Personality and interpersonal behavior, *American Sociological Review*, 36 (1), pp. 115-119.
- Bauman, Z. (2003). *Liquid love: on the fragility of human bonds*, Polity Press.
- Bebchuk, L. & Fried, J. (2003). Executive compensation as an agency problem, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), 71-92.
- Bebchuk, L. & Fried, J. (2006). *Pay without performance. The unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press.
- Bebchuk, L., Grinstein, Y., Peyer, U. (2010). Lucky CEOs and lucky directors, *Journal of Finance*, 65 (6), 2363-2401.
- Becker, H. (1963), *Outsiders*, Glencoe.
- Ben Ali, C. & Teulon, F. (2017). CEO Monitoring and Board Effectiveness: Resolving the CEO Compensation Issue, *Management International*, 20, 124-134.
- Cai, J. & Walkling, R.A. (2011). Shareholders' Say on Pay: Does it create Value ?, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 46 (2), 299-339.
- Caicedo, S., Lucas, R., Rossi-Hansberg, E. (2016). *Learning, career paths and distribution of wages*, NBER, Working Paper, n° 22151.
- Campbell, C. & Thompson, M. (2014). Why are CEO paid for good luck ? An empirical comparison of explanations for pay-for-luck asymmetry, *Journal of Corporate Finance*, 35 (C), 247-264.
- Chauvel, L. (2006), *Classes moyennes à la dérive*, Paris, Seuil.
- Chetty, R., Hendren, N., Kline, P., Saez, E., Turner, N. (2014). Is the United States still a land of opportunity ? Recent trends in intergenerational mobility, *The American Economic Review*, 104 (5), 141-147.
- Chhaochharia, V. & Ginstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure, *Journal of Finance*, 64, 231-261.
- Chou, E. & Chen, C. L. (2015). Can Agents Be Better Off with Pay Caps ?, *Scandinavian Journal of Economics*, 117 (4), 1069-1090.
- Demeulenaere, P. (2003). *Les normes sociales. Entre accords et désaccords*, Presses Universitaires de France.
- DiPrete, T., Eirich, G., Pittinsky, M. (2010). Compensation benchmarking, leapfrogs, and the surge in executive pay, *American Journal of Sociology*, 115 (6), 1671-1712.
- Durkheim, E. (1895), *Les règles de la méthode sociologique*, Presses Universitaires de France.
- Fabri, F. & Marin, D. (2016). What Explains the Rise in Executive Pay in Germany ? A Panel Data Analysis for 1977–2009, *Scandinavian Journal of Economics*, 118 (2), 235-263.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economics*, 88, 288-307.
- Gabaix, X. & Landier, A. (2008), Why has CEO pay increased so much ?, *Quarterly Journal of Economics*, 123 (1), 49-100.
- Garnero, A. Hijzen, A., Martin, S. (2016). *More inequal, but more mobile ? Earnings inequality and mobility in OECD counties*, IZA Discussion Paper, n° 9753.
- Guthrie, K., Sokolowsky, J., Wan, K.-M. (2012). CEO Compensation and Board Structure Revisited, *Journal of Finance*, (3), 1149-1168.
- Hadley, B. (2016), *Executive compensation and political sensitivity: evidence from government contractors*, working paper, California State University.
- Hwang, B. & Kim, S. (2009). It pays to have friends, *Journal of Financial Economics*, 93 (1), 138-158.
- Jarque, A. (2014). *The complexity of CEO compensation*, Working Papers Series, Federal Reserve Bank of Richmond, n° 14-16.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kadushin, C. (1995). Friendship among the French Financial Elite, *American Sociological Review*, 60, 202-221.
- Kaplan, G. (2012). *Executive compensation and corporate governance in the US: perceptions, facts and challenges*, NBER, n° 18395.
- Kessler, D. & Trainar, P. (2016). Le retour du débat sur les inégalités, *Commentaire*, 39 (154), 245-260.

- Kronlund, M. & Sandy, S. (2015). *Does shareholder scrutiny affect executive compensation ? Evidence from Say-on-pay voting*, Working paper, SSRN.
- Kuhn, A. (2016). *The Subversive Nature of Inequality : Subjective inequality Perceptions and Attitudes to Social inequality*, Cesifo working paper, n° 6023.
- Landier, A. & Sauvagnat, J. (2014). CEO pay and firm size : an update after the crisis, *The Economics Journal*, 574 (124), 40-59.
- Lefranc, A. & Trannoy, A. (2005). Intergenerational earnings mobility in France : Is France more mobile than the US ?, *Annales d'Économie et de Statistique*, 78, 57-77.
- Lippert, R. L. & Moore, W. T. (1994). Compensation Contracts of CEOs: Determinants of Pay-Performance Sensitivity », *Journal of Financial Research*, vol. 17, pp. 321-332.
- Mitnik, P. A., Cumberworth, E., Grusky, D. B. (2016). Social Mobility in a High-Inequality Regime. *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*, 663, 140-184.
- Mortensen, D. (2003). *Wage Dispersion: Why Are Similar Workers Paid Differently ?* MIT Press.
- Murphy, K. (2012). Executive Compensation : Where we are, and how we got there, in G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz (eds), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science North Holland.
- Nichols, D. & Subramanian, C. (2001). Executive Compensation : Excessive or Equitable ?, *Journal of Business Ethics*, 29, 339-351.
- Piketty, T. (2013). *Le Capital au XXIème siècle*, Paris : Le Seuil.
- Point, S. & Tyson, S. (2006). Top Pay across Europe : codes, convergence and clichés, *The International Journal of Human Resource Management*, 17 (5), 812-830.
- Rawls, J. (1971). *A Theory of Justice*, Harvard University Press.
- Reich, R. (2015). *Saving Capitalism : For the Many, Not the Few*, New York : Alfred A. Knopf.
- Rothwell, J. (2016). *Make elites compete : why the 1 % earn so much and to do about it*, *Brooking Institution*, Social Mobility Memos.
- Sandel, M. (2009). *Justice. What's the Right Thing to Do ?* Londres : Penguin Books.
- Sobel, R. & Graefe-Anderson, R. (2014). The relationship between political connections and the financial performance of industries and firms, *Working Paper George Mason University*, n°14.
- Song, J., Guvenen, F., Kaplan, G. (2014). How risky are recessions for top earners ? *American Economic Review*, 104(5), 148-153.
- Song, J., Price, D., Guvenen, F., Bloom, N. (2015). *Firming up inequality*, CEP Discussion Paper, n° 1354.
- Teulon, F. (2013). La rémunération des dirigeants : problème interne ou problème de sociétés ?, *Question(s) de management*, n°4, pp. 19-32.
- Van Essen, M., Oten, J., Carberry, E. (2015). Assessing Managerial Power Theory : a Meta-analytic Approach to Understanding the Determinants of CEO Compensation, *Journal of Management*, 41 (1), 164-202.
- Xie, B., Davidson, W., Dabalt, P. (2003). Earnings management and corporate governance : the role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance*, vol. 9 (3), pp. 295-316.
- Yermack, D. (2006). Flight of fancy : Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder return, *Journal of Financial Economics*, vol. 80 (1), pp. 211-242.
- Zajac, E. & Westphal, J. (1995). Accounting for the Explanations of CEO Compensation : Substance and Symbolism, *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 283-308.

---

**Guillaume BIGOT**

Ancien élève de l'IEP de Paris et de l'Université de Columbia, il est le Directeur général de l'IPAG. Spécialiste reconnu de géopolitique, il a publié récemment un ouvrage intitulé *La Trahison des chefs* (Fayard).

**Bernard TERRANY**

Ancien élève de l'ESCP, a soutenu une thèse sur l'économie iranienne. Il est le Directeur des relations internationales à l'IPAG Business School.

**Frédéric TEULON**

Agrégé de l'Université, ancien élève de l'IEP de Paris et de l'ENS Paris-Saclay, il est le Directeur de la recherche de l'IPAG Business School. Auteur d'une quarantaine de livres, il a publié dans les meilleures revues nationales et internationales. Il a été le collaborateur du Premier ministre Raymond Barre. Il est l'initiateur du colloque IRMBAM (*International Research Meeting in Business and Management*) qui réunit chaque année à Nice près de 300 chercheurs.

**Charlotte WANG**

Docteur en sciences de communication, spécialiste de l'étude des médias et de l'impact des différences culturelles sur les modes de management. Elle est responsable des missions Asie de l'IPAG.

**Negar YOUSSEFIAN**

Ancienne élève d'HEC et docteur en sciences politiques de l'université Paris Dauphine, elle dirige les masters internationaux de l'IPAG.