

EXPERTISE

La rémunération des dirigeants obéit aux règles du marché du luxe

LA DÉNONCIATION du niveau extravagant des rémunérations des dirigeants des grandes entreprises cotées est une source permanente de réprobation publique. La publication de ces rémunérations, obligatoire dans le rapport annuel des entreprises depuis 2001, n'a rien changé à leur accroissement ni au sentiment d'injustice qu'elle soulève.

Au-delà de la condamnation morale, on peut se demander comment une telle explosion a été possible dans un contexte de marché généralisé. En effet, l'argument avancé par l'approche libérale de la gouvernance affirme l'existence d'un marché des dirigeants qui, comme tout marché du travail, régule le niveau des rémunérations. Du fait de la pression des actionnaires, qui les évaluent et peuvent les renvoyer, les dirigeants sont de plus en plus mis en concurrence. Logiquement donc, la pression du marché aurait dû faire diminuer leurs rémunérations. Tout salarié connaît et subit ce mécanisme. Comment comprendre que les dirigeants y aient échappé et qu'ils aient gagné six fois plus dans les années 2000 que dans les années 1970, en se prévalant de l'existence d'un marché du travail ?

Des réponses ont été tentées pour montrer que la logique de la régulation marchande n'aurait pas été prise en défaut. Généralement, elles postulent un lien entre les compétences des dirigeants et les performances de l'entreprise : les rémunérations s'accroissent parce qu'elles récompensent la hausse des profits due au travail du dirigeant. Or la recherche empirique a

contredit cette explication. D'une part, on n'a pas pu établir de lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises (lire « *How Much Does Performance Matter ? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies* », par Henry L. Tosi, Steve Werner, Jeffrey P. Katz et Luis Gomez-Mejia, in *Journal of Management*, 26 février, 2000,

CHRONIQUE

PIERRE-YVES GOMEZ

p. 301-339). De plus, l'accroissement des rémunérations a même été supérieur à celui des actionnaires sur la période 2000-2006 (« *Why Has CEO Pay Increased so Much ?* », par Xavier Gabaix et Augustin Landier, MIT Department of Economics Working Paper, 06-13, mai 2006). Où était donc le fameux pouvoir régulateur des marchés ?

Un argument semble avoir été négligé dans ces raisonnements : la plupart des investisseurs financiers n'ont aucune idée du fonctionnement interne des grandes entreprises cotées. Pour eux, les dirigeants les incarnent et garantissent les profits futurs. Mais les investisseurs sont incapables d'établir le lien exact entre le travail du dirigeant et la rémunération juste pour le récompenser. Dans ces conditions, un effet économique décrit dès 1899 par Thorstein Veblen dans *Théorie de la classe de loisir*, pourrait tout expliquer : lorsqu'on ne peut pas établir la valeur pratique d'un bien, on préfère bizarrement le payer cher, parce que le prix élevé rassure sur son usage. On se dit que si tout le monde

est prêt à le payer cher, c'est qu'il doit être important de le posséder. Cet effet Veblen, appelé aussi « effet de snobisme », explique que certains biens, comme les produits de luxe, ont des prix démesurés par rapport à leur usage pratique. Leur prix élevé joue comme une assurance de leur valeur.

Cet raisonnement peut s'appliquer à la rémunération des dirigeants. Incapables de connaître sa valeur d'usage réelle, les actionnaires préfèrent un dirigeant qui gagne beaucoup à un dirigeant qui gagne peu. Le salaire du premier les rassure quant à ses éventuels talents : il est très bien payé, donc il est sans doute très compétent, pensent-ils. Le second leur paraît suspect : s'il est mal rémunéré, c'est que le « marché » n'en veut pas, parce qu'il n'est pas assez doué. Une logique de sur-rémunération des dirigeants est ainsi mise en place par les actionnaires eux-mêmes. A la limite, ils en arrivent à se flatter de recruter les dirigeants les mieux payés du monde, donc supposés être les meilleurs.

Sans même avoir à polémiquer sur la réalité d'un marché des dirigeants, on voit que son fonctionnement ne se réduit pas à un ajustement mécanique de l'offre et de la demande. A l'heure où on semble découvrir que la régulation marchande n'est pas aussi efficace qu'on le prétendait, il est bon de rappeler que les mécanismes économiques ne sont pas toujours aussi rationnels que les idéologues le disent. ■

Pierre-Yves Gomez est professeur à l'EM Lyon et directeur de l'Institut français de gouvernement des entreprises (www.ifge-online.eu).