

## UNE FINANCIARISATION A LA FRANÇAISE (1979-2009).

### **Mutations des grandes entreprises et conversion des élites**

*A paraître dans la Revue Française de Sociologie, 57 (2) 2016.*

*Résumé* : Durant les dernières décennies, le partage de la valeur produite par les plus grandes entreprises cotées a connu une modification spectaculaire en faveur des actionnaires. Pour autant, parler de financiarisation pour décrire ce phénomène présente le risque d'imaginer une finance auparavant absente et désormais hégémonique. En comparant systématiquement des données portant sur ces entreprises et leurs dirigeants en 1979 et 2009, nous montrons que les carrières des dirigeants sont demeurées remarquablement stables, et polarisées par une opposition entre les financiers et les autres, alors même que les formes et les activités des entreprises financières changeaient radicalement. Pourtant, les transformations dans le partage de la valeur ne sont pas tant une conséquence de ces recompositions du périmètre ou de l'actionnariat des entreprises que l'effet d'une conversion de leurs dirigeants passés par la finance aux normes de la valeur actionnariale.

Pierre FRANCOIS (CSO, CNRS)

[pierre.francois@sciencespo.fr](mailto:pierre.francois@sciencespo.fr)

Claire LEMERCIER (CSO, CNRS)

[claire.lemercier@sciencespo.fr](mailto:claire.lemercier@sciencespo.fr)

*Remarque* : les annexes de cet article ont vocation à être mises en ligne (par la revue ou sur le site des auteurs, au choix). La position des tableaux, graphiques et encadrés, plutôt dans le corps du texte ou plutôt en annexe, peut être modifiée au gré de la revue.

Remerciements : Les auteurs remercient tout particulièrement Tristan Auvray, Catherine Comet, Frédéric Lebaron et David Le Bris. Cette recherche a bénéficié d'un mécénat de Cap Gemini, puis d'une financement par le Bureau scientifique de Sciences Po. Le travail de saisie a été en partie réalisé par les personnes suivantes : Nicolas Alexandropoulos, Gaëtane d'Arbonneau, Sylvain Brunier, Celia Darakdjian, Thomas David, Cyril Grange, Florence Largillière, Lena Le Goff, Thomas Mainault, Frédéric Rebmann, Victoria Scoffier.

Que l'on se tourne vers les acceptions de sens commun ou des sciences sociales, la notion de financiarisation semble malaisée à cerner. Les lexicographes n'ont pas encore daté le début de l'utilisation du mot en langue française. Si l'on en croit, faute de mieux, Google Books, le terme n'apparaît que vers 1980, sous la plume de rares analystes employant un vocabulaire d'inspiration marxiste pour caractériser la financiarisation des actifs industriels, ou du profit. Aujourd'hui, le Larousse définit « financiarisation » au sens étroit comme décrivant une économie fondée sur l'endettement, notamment public, et au sens large comme la « part croissante des activités financières dans l'économie ». À mi-chemin, Wikipedia ajoute la pratique des opérations financières par davantage d'entreprises et de particuliers, le recentrage de la finance sur les marchés financiers et les risques liés à la spéculation. Dans la recension qu'elle propose des acceptions savantes du terme, Van der Zwan (2014) décrit un spectre à peine moins large. D'un point de vue macroéconomique, la financiarisation désigne un régime d'accumulation : pour Krippner (2011) par exemple, c'est la dynamique qui porte les entreprises états-uniennes à dégager des profits avant tout *via* leurs activités financières, davantage qu'en produisant et en vendant des biens ou des services. D'un point de vue microéconomique, la financiarisation peut renvoyer à l'adoption de nouvelles orientations stratégiques (la valeur actionnariale) faisant la part belle à des actionnaires désormais beaucoup plus impliqués dans les prises de décision en entreprise (voir par exemple Useem, 1996), ou à la financiarisation de la vie quotidienne : les logiques et les outils financiers s'imposent à une part sans cesse croissante de la population, et s'immiscent dans un spectre toujours plus large de pratiques (Martin, 2002). Nous appellerons ici financiarisation l'adoption de nouvelles orientations stratégiques, pratiques ou outils qui épousent des règles ou des objectifs servant les intérêts d'acteurs financiers (individus ou organisations) ou émanant d'eux. En nous centrant sur le cas français, nous proposerons des pistes pour mieux distinguer différents aspects de la financiarisation et mieux comprendre leur articulation – ou leur relative indépendance. Nous partons du constat qu'au sein des grandes entreprises françaises, le partage de la valeur se fait aujourd'hui, plus qu'il y a quelques décennies, en faveur de leurs actionnaires. Nous voulons rendre compte de cette situation sur la base d'une enquête empirique, sociologique et historique : quels processus ont pu la produire, et en particulier, quel est le

rôle des entreprises financières d'une part (comme actionnaires ou à d'autres titres), et d'individus pouvant être qualifiés de financiers d'autre part ?

Notre entreprise est donc tout autant descriptive qu'explicative, puisqu'il s'agit d'établir un constat (la financiarisation a-t-elle eu lieu ?) et d'en rendre raison, en éliminant certaines hypothèses sur les causalités qui se retrouvent souvent dans les discours politiques, voire dans les publications scientifiques, et en leur en substituant de nouvelles. En effet, on ne dispose pas pour l'heure pour la France, ni pour la plupart des pays européens, d'un récit empiriquement appuyé tel que celui qui a été construit pour les États-Unis – un cas que l'on ne peut que supposer exceptionnel, ne serait-ce que du fait de son système de retraites. Le travail cumulatif des sociologues néo-institutionnaliste met l'accent sur la diffusion d'une nouvelle « conception de contrôle » (Fligstein, 1990) à la tête des entreprises : la valeur actionnariale, qui impose un nouveau but, le partage de la valeur au profit de l'actionnaire, et des manières privilégiées de l'atteindre (sur la notion de valeur actionnariale, Lordon, 2000 ; sur son adoption aux États-Unis, Useem, 1996 ; Fligstein et Shin, 2008 ; Lazonick, 2010). Cette mutation des normes trouve ses racines dans une double transformation des acteurs, entreprises et dirigeants<sup>1</sup>. D'une part, l'actionnariat des plus grandes entreprises s'est modifié, au profit des investisseurs institutionnels, qui ont les moyens d'imposer la prise en compte de leurs intérêts (Useem, 1996). D'autre part – et sans doute en conséquence – les directeurs financiers, c'est-à-dire ceux qui, au sein des entreprises, supervisent les fonctions de gestion de trésorerie, de contrôle de gestion, d'analyse financière et fiscale, etc. ont progressivement conquis une position dominante dans la lutte pour atteindre les positions de PDG (au détriment des spécialistes de la production, du marketing, etc.). Une fois au sommet, ils appliquent à la firme la conception de contrôle, financière, qui correspond à leur métier (Zorn, 2004).

On a donc là trois définitions empiriques de la financiarisation, à l'échelle du partage de la valeur ajoutée, de l'actionnariat et des carrières des dirigeants, articulées en un récit causal. Rien n'indique cependant qu'il en est allé de même en Europe, et notamment en France ; et si tel était le cas, la chaîne des causes demeurerait énigmatique. Cette évolution reposerait-elle sur une influence états-unienne directe, par le biais des mêmes actionnaires (les fonds de pension), sur une circulation plus tardive de la conception de contrôle elle-même, ou encore sur des événements différents mais conduisant aux mêmes transformations ? Fiss et Zajac (2004) montrent ainsi que les réorientations stratégiques au sein des grandes firmes allemandes (elles adoptent progressivement, à la fin des années 1990, la valeur actionnariale) ne s'accompagnent pas d'une recomposition des acteurs et de leurs rapports de force. Les acteurs dominants d'hier, les plus grandes banques allemandes, ne sont pas remplacés par de nouveaux venus qui imposeraient de nouvelles logiques. Si la valeur actionnariale s'impose, c'est que les banques se convertissent à de nouveaux principes qu'elles imposent aux acteurs qu'elles dominent. Alors que certains présentent la financiarisation comme un des effets d'une mondialisation qui procéderait par contagion

---

1

La part des femmes étant infime dans les périodes que nous observons, nous employons les masculins neutres « dirigeants » et « administrateurs ».

(Rubach et Sebor, 1998), Fiss et Zajac proposent plutôt ce qui pourrait être un des premiers exemples de « variétés de financiarisation », reconduisant l'hétérogénéité des capitalismes (Hall et Soskice, 2001).

C'est le pendant pour la France de ce récit que nous souhaitons établir. La rémunération moyenne versée aux actionnaires au cours des vingt dernières années, au sein des entreprises du SBF 120 de 2009, connaît un accroissement spectaculaire : si l'on se fonde sur la part des dividendes dans le résultat net, la part des actionnaires dans le partage de la valeur s'accroît en effet de manière régulière, pour passer d'un niveau moyen compris entre 8 et 20 % dans la première moitié des années 1990 à 40 à 60 % dans la seconde moitié des années 2000. Comment rendre compte d'une transformation aussi spectaculaire du partage de la valeur ? Nous commencerons par décrire les entreprises du SBF 120 (I). Les entreprises financières y sont-elles plus nombreuses, au point que la manière particulière de partager la valeur qui y prévaudrait aurait déplacé les équilibres ? Ou l'influence des entreprises financières sur les autres s'est-elle accrue, par le biais d'une montée des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat, comme aux États-Unis, ou par le biais plus indirect du partage de dirigeants et d'administrateurs entre entreprises ? Si financiarisation il y a, à ce niveau d'observation, entre la fin des années 1980 et la fin des années 2000, c'est moins en un sens quantitatif qui irait du moins de finance au plus de finance (les entreprises financières sont déjà fort nombreuses, et très centrales, à la fin des années 1970), qu'en un sens qualitatif qui renverrait à un changement de leur rôle. Ces changements peuvent-ils expliquer le nouveau partage de la valeur ? La réponse est négative (II) : ce sont plutôt les trajectoires de leurs dirigeants ou de leurs administrateurs qui distinguent les entreprises qui ont le plus nettement adopté la valeur actionnariale. Dès lors, peut-on voir dans cette adoption la conséquence de la transformation radicale des trajectoires d'accès à la tête des entreprises, à l'image de ce que l'on rencontrait dans le second volet du récit causal états-unien ? (III) La réponse, une nouvelle fois, est négative, dans la mesure où dans l'ensemble, les trajectoires des dirigeants de 2009 sont étonnamment semblables à celles de 1979. Si la valeur actionnariale est adoptée au sein des grandes entreprises françaises, c'est que leurs dirigeants financiers, dont les propriétés sociales n'ont guère changé en quarante ans, se sont convertis à ses logiques.

#### **Encadré 1 – Mesurer le passage à la valeur actionnariale**

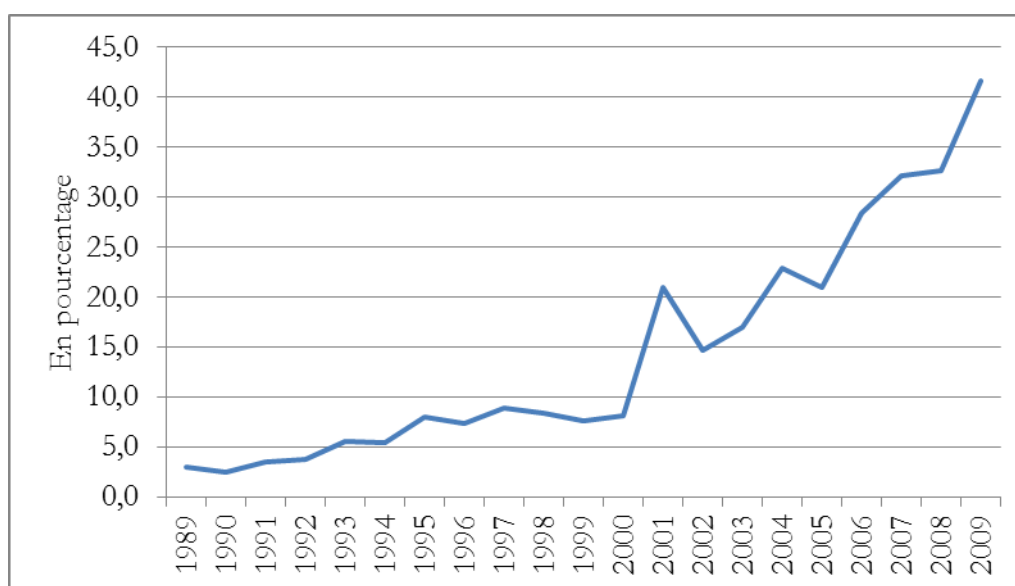
Dans la littérature empirique sur la question (notamment Fiss et Zajac, 2004 ; Lazonick, 2010), l'adoption de la valeur actionnariale est mesurée sur la base de plusieurs indicateurs. Quatre supposent le traitement minutieux des rapports d'activité de chaque entreprise, pour chaque année : il s'agit de la rhétorique plaçant le rendement pour les actionnaires au sommet des objectifs de l'entreprise, de l'adoption de nouveaux principes de comptabilité, de la « gestion par la valeur » et de la pratique du rachat d'actions. Nous ne nous y sommes pas lancés dans le cadre d'un travail qui ambitionne plutôt d'écrire une histoire de très long terme (François et Lemerrier, 2014). Un autre indicateur, rarement mobilisé dans la littérature (voir cependant Lazonick, 2010) prend en compte les plus-values réalisées sur les

reventes d'action. Il n'est cependant pas aisément accessible dans les bases de données que nous utilisons.

Sur la France, nous disposons de deux indicateurs pour la période récente : ils portent sur la rémunération des dirigeants et celle des actionnaires. Les rémunérations des dirigeants méritent sans aucun doute des développements spécifiques, que nous proposerons ailleurs : elles ont en effet connu un accroissement spectaculaire au cours des vingt dernières années (Steiner, 2011), et la pratique des *stock options* s'est considérablement développée. Une telle évolution pourrait s'interpréter comme une application des préceptes de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) : les actionnaires rémunèrent généreusement les dirigeants pour les amener à adopter des stratégies conformes à leurs intérêts, spécialement sous une forme (les *stock options*) qui en fait des actionnaires par excellence. Si tel était le cas, les rémunérations des dirigeants seraient un clair indicateur de l'adoption de la valeur actionariale. Or, pour la période 2004-2012, sur laquelle les données de la base Proinvest sont suffisamment robustes pour pouvoir être exploitées, les rémunérations des dirigeants français sont au contraire corrélées négativement avec celles des actionnaires : lorsque les premières sont élevées, les secondes sont basses, et inversement. De plus, ce sont les entreprises dont les cinq premiers actionnaires possèdent la part la plus faible qui rémunèrent le mieux leurs dirigeants : ces rémunérations seraient dès lors un indice de l'autonomie relative conservée par les PDG, et pas du tout de l'adoption de la valeur actionariale (pour une analyse comparable sur les Etats-Unis, voir Bertrand et Mullainathan 2001).

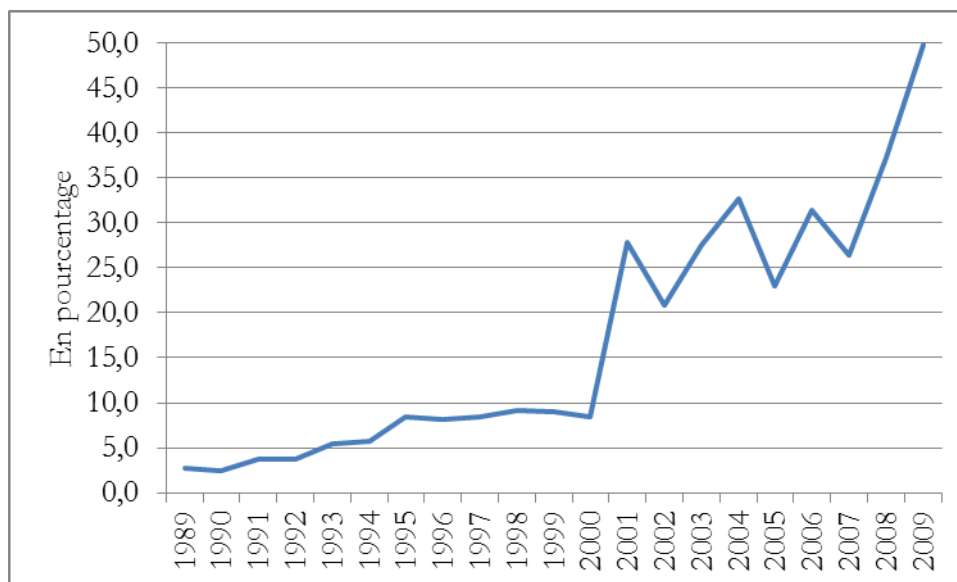
Nous nous fondons donc essentiellement sur des indicateurs mesurant la rémunération des actionnaires par les dividendes. Si l'on s'intéresse à la part du résultat net assignée à ces dividendes, les graphiques 1 et 2 montrent clairement l'augmentation, relativement régulière, de cette part entre 1989 et 2009.

**Graphique 1 – Part médiane du dividende dans le résultat net des entreprises du SBF 120 de 2009 (toutes entreprises)**



Données : Datastream. Les données concernent toutes les entreprises du SBF 120 de 2009 pour lesquelles les données sont disponibles au moins une année entre 1989 et 2009, soit 114 entreprises. Plus on remonte dans le temps, plus les données manquantes sont fréquentes : avant 1994, les données manquent pour au moins 50 entreprises, entre 1994 et 1999, pour entre 30 et 50 entreprises. Nous avons pour cette raison réalisé le Graphique 2, qui présente le même indicateur pour les 55 entreprises du SBF120 de 2009 pour lesquelles nous disposons de l'information pour toutes les années comprises entre 1989 et 2009.

**Graphique 2 – Part médiane du dividende dans le résultat net des entreprises du SBF 120 de 2009 (entreprises documentées pour toute la période)**



Données : Datastream. Les données concernent toutes les entreprises du SBF120 de 2009 pour lesquelles les données sont disponibles pour toutes les années entre 1989 et 2009, soit 55 entreprises.

Les graphiques 1 et 2, opposant la fin des années 2000 à la fin des années 1980, appellent quelques précisions. En effet, le taux de distribution des dividendes entre 1975 et 1978 était au moins comparables à celui de la fin des années 2000 (entre 60 et 75 %, si l'on compare le montant total des dividendes distribués au résultat net, fournis par notre source). Autrement dit, la fin des années 1980 constitue davantage le point bas d'une courbe en U que le point d'étiage où se serait établi, sur le temps long, le partage de la valeur dans un capitalisme pas encore financiarisé. Rendre compte de la forme complète de cette courbe (*i.e.* de son niveau de 1979, de sa décrue sur dix ans puis de sa croissance) dépasserait le cadre de cet article. Nous nous concentrerons sur l'explication de la dernière phase, qui voit croître la part des dividendes dans le résultat. Le niveau des dividendes de 1979 constitue une énigme en soi : comment comprendre qu'à l'issue des Trente glorieuses, qui sont souvent un peu vite considérées comme un âge pré-financier, le niveau des dividendes soit similaire à celui de la fin des années 2000 ? On verra dans cet article que la France avait en fait connu une première financiarisation, si l'on entend par là un accroissement du nombre d'entreprises financières, de leur volume d'activité, et même de leurs liens avec d'autres entreprises, au cours des années 1960 et 1970. Toutefois, il ne s'agissait pas de financiarisation au sens plus précis d'adoption de la valeur actionnariale. Les ratios impressionnants des années 1970 résultent en bonne partie de la faiblesse des bénéfices

nets annoncés pour ces années, faiblesse qui peut avoir des raisons fiscales, en cette période d'impôt sur les sociétés plus élevé. Par ailleurs, les variables qui, en 1979, rendent compte des rémunérations versées aux actionnaires (selon des résultats préliminaires que nous ne développons pas ici) diffèrent profondément de celles qui prévalent en 2009 et réciproquement, celles qui jouent en 2009 ne jouaient pas en 1979.

## Encadré 2 - Données et méthodes

Notre analyse s'appuie sur une base de données concernant les entreprises du SBF 120, observées principalement en 1979 (avec pour source principale l'édition de 1980 de l'*Annuaire Desfossés*) et 2009 (avec pour source principale les rapports d'activités des entreprises et les informations d'Euronext).

L'indice « SBF120 » est déterminé à partir des cours des 40 actions du CAC 40, auxquelles viennent s'ajouter 80 valeurs des premier et second marchés les plus liquides cotées à Paris, parmi les 200 premières capitalisations boursières françaises. Défini avec la valeur de 1 000 points le 31 décembre 1990, il est calculé en continu depuis le 18 avril 1994. Pour 1979, nous avons pris en compte les 120 plus importantes capitalisations boursières au 31 décembre 1979 (données Euronext).

Pour chacune de ces dates, nous disposons d'informations sur les entreprises elles-mêmes, de la liste de leurs dirigeants exécutifs principaux (PDG, directeurs généraux ou équivalents) et de leurs administrateurs, ainsi que de biographies pour le dirigeant principal de chaque entreprise (en général un PDG) et pour les personnes tenant au moins deux postes d'administrateur au sein du SBF 120. Plus de détails sur ces données et leur traitement sont donnés dans la suite de l'article, ainsi qu'en annexe. Pour la période récente, nous utilisons en complément des indicateurs comptables disponibles dans la bases de données Datastream (Thomson Reuters), ainsi que deux études de cas appuyées sur des campagnes d'entretiens avec des dirigeants, le dépouillement systématique de la presse économique et des rapports d'activités des entreprises.

## I. Les transformations de l'hégémonie des entreprises financières

Au cours des trente dernières années, les entreprises financières françaises ont connu des évolutions spectaculaires touchant à la fois à leur périmètre, leurs activités et leurs relations avec les autres grandes entreprises cotées (qu'il s'agisse de prises de participation ou de partages d'administrateurs) ; pour autant, leur position dans l'espace de ces grandes entreprises est restée hégémonique. Le terme de financiarisation apparaît dès lors assez malheureux pour désigner une mutation de la finance, et non pas son apparition ou sa prise de pouvoir. C'est sans doute plutôt de deux financiarisations successives qu'il faudrait parler

(ce que montrent des résultats comparatifs préliminaires sur 1956 que nous ne présenterons que très partiellement ici) ; mais leurs modalités sont bien différentes. Les entreprises financières, et leur place dans le capitalisme français, ont donc radicalement changé : il nous faut décrire en quoi avant d'essayer de comprendre les liens entre ces changements et l'adoption de la valeur actionnariale.

Les entreprises financières sont, au sein du SBF 120, moins nombreuses, mais plus grandes et moins spécialisées en 2009 qu'en 1979. Plus exactement, le regroupement d'activités financières spécialisées, qui passait par des liens multiples entre entreprises juridiquement indépendantes – et cotées indépendamment –, se fait dorénavant au sein de groupes intégrés : activités et périmètres différents (A). S'il n'y a pas « plus de finance » dans le SBF 120 en 2009 que trente ans plus tôt, qu'en est-il du contrôle des entreprises financières sur les autres ? L'étude de l'actionnariat montre que, si la finance y pèse lourd, il ne s'agit que très marginalement d'investisseurs institutionnels étrangers (B). Celle des partages d'administrateurs souligne de la même façon la centralité persistante de quelques sociétés financières parmi les plus grandes entreprises françaises cotées, même si les formes exactes de ce partage ont évolué (C).

### A. Des groupements d'affaires aux sociétés financières intégrées

Les grandes entreprises financières cotées ont connu, depuis la fin des années 1970, une mue spectaculaire qui renvoie à une transformation radicale des modalités de constitution des groupes financiers. À la fin des années 1970, les entreprises financières sont, au sein du SBF 120, particulièrement nombreuses : on en compte une quarantaine, contre une vingtaine en 1956 et douze à la fin des années 2000 (cf. tableau 1). Ce décompte montre à lui seul que les bouleversements des années 1980 et 1990 ne peuvent se décrire sous la forme d'une apparition d'acteurs financiers. Si les entreprises financières sont moins nombreuses au sein du SBF 120 de 2009, c'est qu'elles sont plus grandes et plus intégrées, et non que la finance pèse moins. Mais elle pesait déjà beaucoup en 1979.

**Tableau 1 – Nombre d'entreprises financières dans le SBF 120**

|               | 1979 | 2009 |
|---------------|------|------|
| Finance       | 39   | 12   |
| Dont : Banque | 13   | 4    |
| Assurance     |      | 4    |
| Autre finance | 26   | 4    |

Il est difficile d'individualiser les sociétés d'assurances à partir de la description des activités des entreprises en 1979.

Moins nombreuses en 2009, les entreprises financières sont aussi plus grosses : la moitié d'entre elles appartiennent au quartile supérieure du SBF 120, en termes de capital social,



contre un quart trente ans plus tôt. Elles sont surtout plus intégrées : les métiers qui étaient trente ans plus tôt dispersés entre des entreprises au moins formellement indépendantes sont désormais réunis au sein d'une même organisation. Ce mouvement d'intégration peut se lire comme le prolongement d'une trajectoire entamée au début des années 1960 : les banques d'investissement, au départ spécialisées, ont progressivement agrégé autour d'elles d'autres métiers, avant de constituer de véritables groupes relevant de la banque dite « universelle » (Thiveaud, 1997, p. 49-55).

En 1979, on observe bien la première phase de cette agrégation, en particulier autour de Suez et de Paribas (cf. Graphique 3 ; cette structure avait déjà été observée par Swartz, 1985, mais ses ressorts n'ont pas vraiment été étudiés depuis). Elles ne sont alors que des banques d'investissement, mais elles partagent de multiples administrateurs et dirigeants avec des entreprises financières spécialisées dans les métiers qu'elles ne prennent pas directement en charge, par exemple le crédit à la consommation ou l'investissement immobilier, en plein développement depuis les années 1960 (Bonin, 2009). Nombre de très grandes entreprises financières sont alors très récentes : elles ont été créées à la suite des grandes lois bancaires de 1966-1967 concédant notamment divers avantages fiscaux (sur cette réforme et ses conséquences, voir notamment Thiveaud, 1997, p. 49 et *sq.*). Ainsi, 11 des 39 entreprises financières du SBF 120 ont moins de 15 ans d'existence en 1979, alors que ce n'est le cas que de 5 des 80 entreprises non financières. Les mêmes lois ont aussi ouvert de nouvelles possibilités d'activité aux banques de dépôt non privatisées à la Libération qui, elles aussi, sont progressivement installées dans la périphérie des grandes banques d'investissement au terme de processus parfois très conflictuels (ainsi, du CIC qui, entre 1968 et 1971, fait l'objet d'affrontements boursiers farouches entre Suez et Paribas)<sup>2</sup>.

Ces partages d'administrateurs clairement centrés sur une banque sont très souvent doublés par des participations, souvent substantielles. Six des sept doubles partages d'administrateurs de Suez avec une autre de nos entreprises sont accompagnés d'une participation (de 6 % dans l'Abeille Compagnie industrielle à 63 % dans le Crédit industriel et commercial). C'est aussi le cas de 9 des 17 doubles partages d'administrateurs de Paribas, qui accompagnent des participations souvent d'1 ou 2 %, mais parfois majoritaires, comme dans la Compagnie bancaire. Il est à noter toutefois que toutes les participations ne sont pas doublées par un partage d'administrateurs, moins encore par un partage double. Mais la situation est assez fréquente pour définir de véritables groupements d'affaires. Il s'agit d'un réinvestissement, au sein du secteur financier, d'une manière de faire groupe qui avait été très répandue dans l'entre-deux-guerres en particulier dans l'électricité (avant la création d'EDF) (cf. Tableau 2 et Vuillermot, 2001), et que l'on peut rapprocher des structures dont

---

2. À ce sujet, voir par exemple le dossier de presse de la FNNSP consacré aux « Banques du secteur privé en France de 1946 à 1983 ».

parle Granovetter (2005 ; cf. également Delarre, 2005). Le partage de dirigeants et d'administrateurs, lorsqu'il est intensif et délibéré (ce que l'on peut approcher par le partage simultané de *deux* dirigeants ou administrateurs au moins entre deux entreprises, qui ne peut guère être lié seulement à leur aura personnelle : Ginalski, 2015), peut être un mode de coordination complétant ou même remplaçant la prise de participation au capital. Ainsi, lorsque dans les années 1960 Suez entre au capital de sociétés d'investissement immobilières, la banque le fait en s'associant à d'autres groupes financiers (le Crédit Vendôme pour l'Union financière pour la construction-UFIC, la Banque de l'Union parisienne pour l'Union financière et immobilière), et en prenant des participations au capital de l'ordre de 20 % seulement (Bonin, 1987, p. 229-230). En revanche, en 1979, ses président, ancien président et directeur général cumulent les sièges dans des conseils de l'Abeille Compagnie industrielle, de la Financière Victoire (toutes deux entreprises d'assurance) et du Crédit industriel et commercial ; les dirigeants de l'une de ces sociétés siègent aussi parfois dans le conseil d'administration d'une des autres, mais pas dans celui de Suez : une observation fine permet ainsi de comprendre que ces liens sont en pratique asymétriques, dessinant un groupement d'affaires clairement centré sur Suez.

**Tableau 2 – Groupements d'affaires et entreprises financières dans le SBF 120**

|                                  |   | 1937 | 1956 | 1979 | 2009 |
|----------------------------------|---|------|------|------|------|
| Nombre de groupements d'affaires | ... total   | 44   | 9    | 24   | 7    |
|                                  | ... impliquant uniquement des entreprises financières                                       | 1    | 0    | 4    | 0    |
|                                  | ... impliquant au moins une entreprise financière et au moins une entreprise non financière | 16   | 2    | 19   | 2    |
|                                  | ... impliquant uniquement des entreprises non financières                                   | 27   | 7    | 1    | 5    |

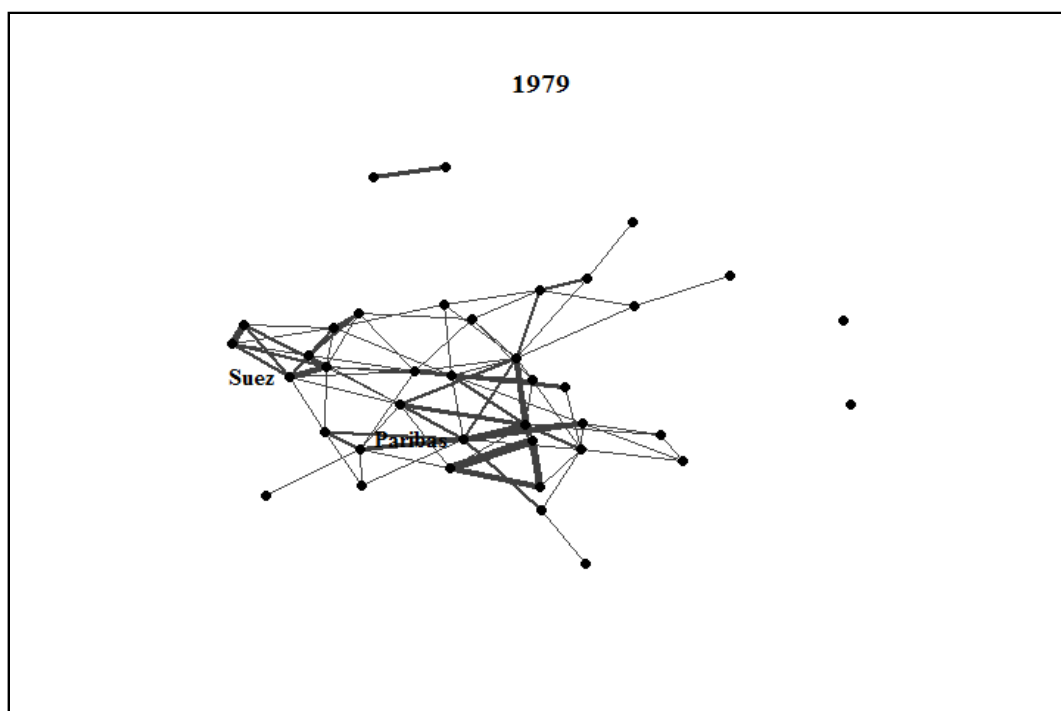
Pour définir des groupements d'affaires, nous ne prenons en compte que les partages d'au moins deux administrateurs ou dirigeants exécutifs, entre chaque couple possible d'entreprises. Au sein de ce réseau, nous considérons chaque clique de trois entreprises ou plus comme un groupement d'affaires. Suivant cette définition, chaque entreprise, et notamment les plus centrales comme Suez ou Paribas, peut être impliquée dans plusieurs groupements d'affaires de tailles variées.

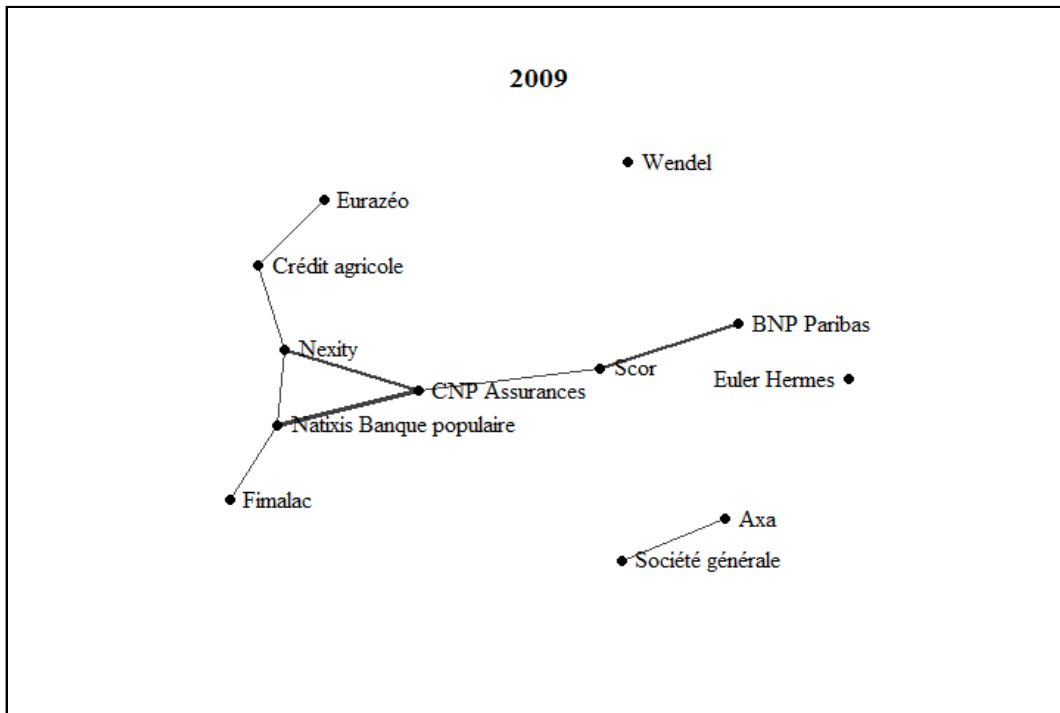
Les privatisations engagées à partir de 1986 bouleversent à la fois cette manière de faire groupe et les hiérarchies antérieures : les groupes bancaires dominants des années 2000 (la BNP, Axa, le Crédit agricole, etc.) ne sont pas les descendants directs de ceux de 1979. D'un côté, des entreprises récemment privatisées se lancent dans des opérations de croissance externe, comme lors de l'affrontement, en 1999, de la BNP et de la Société générale, privatisées respectivement en 1987 et en 1993, autour de Paribas, nationalisée en 1982 avant d'être privatisée en 1987. De l'autre, certaines de ces entreprises se font

racheter : les AGF, privatisées en 1996, passent sous le contrôle d'Allianz en 1997, tandis qu'Axa (ex-Mutuelles unies) lance en 1996 une offre publique d'achat sur UAP, privatisée deux ans plus tôt. Les dynamiques d'intégration des grandes entreprises financières sont ainsi portées par des opérations de fusions-acquisitions qui, au gré d'affrontements boursiers parfois extrêmement brutaux, construisent de nouveaux acteurs en fusionnant des entités plus anciennes, qui n'ont plus beaucoup à voir avec les entreprises dominantes des années 1960 et 1970.

Certaines entreprises importantes en 2009 n'ont par ailleurs vu le jour que très récemment. C'est le cas notamment de Fimalac, fondée en 1991 par Marc Ladreit de Lacharrière, ancien de la Banque de Suez passé ensuite par la direction financière de L'Oréal, et qui agrège des métiers différents : celui d'investisseur institutionnel et celui d'agence de notation (Fimalac détient Fitch, qui est, après Moody's et Standard & Poors, la troisième agence de notation mondiale). Enfin, le développement des sociétés d'assurance (Axa, CNP, Scor ou Euler Hermès) marque un changement crucial. Si leurs prédécesseurs étaient, à la fin des années 1970, placés dans l'orbite des grandes banques d'investissement, elles s'en sont désormais émancipées.

**Graphique 3 – Moins d'entreprises financières, mais aussi moins de partage d'administrateurs entre elles en 2009 qu'en 1979**





Légende : Seuls sont considérés ici les partages d'administrateurs ou dirigeants exécutifs entre des entreprises financières du SBF 120. L'épaisseur des traits est proportionnelle au nombre d'administrateurs ou dirigeants partagés.

Les liens entre ces entreprises financières se sont très sensiblement relâchés, qu'il s'agisse des échanges d'administrateurs ou des liens capitalistiques. On le voit sur le graphique 3 : les partages d'administrateurs entre entreprises financières sont dorénavant rares, le partage de plusieurs administrateurs et dirigeants est devenu rarissime et l'ensemble de ces liens ne constitue presque jamais de groupements d'affaires. Les liens capitalistiques sont eux aussi distendus. À la fin des années 1970, il s'agissait, on l'a vu, de participations accompagnant des partages d'administrateurs, en particulier dans les groupements d'affaires centrés sur Suez et Paribas. Parmi les 35 entreprises financières dont nous connaissons l'actionnariat, 20 avaient au moins un actionnaire dans le SBF 120, presque toujours une autre entreprise financière et très souvent Suez ou Paribas ; cet actionnariat ne représentait en moyenne pas moins de 44 % du capital de ces 20 entreprises. Au milieu des années 1990, à la faveur des privatisations, une autre forme de prise de participation est apparue : les noyaux durs. Comme le rappelle notamment Morin (1998), les privatisations des grandes entreprises financières se sont appuyées sur une forme de propriété bouclée : en 1998, par exemple, la BNP possédait 4 % du capital d'Axa, qui elle-même possédait 8 % de la BNP. Ces participations croisées construisaient des noyaux durs d'actionnaires très stables, dont la fonction était, notamment, de contrer les prises de contrôle hostiles.

À la fin des années 2000, ces formes de prise de participation ont presque entièrement disparu. Axa possède encore, en 2009, 5,2 % du capital de la BNP, et la BNP 5,3 % du capital d'Axa. De même, le Crédit agricole dispose avec Eurazéo (le nouveau nom du fonds d'investissement historiquement attaché à Lazard) d'un relais dont il contrôle 18 % du capital, ce qui rappelle les prises de participation de la fin des années 1970. Cependant, il

s'agit là de rares exceptions. Les entreprises financières du SBF 120 ne possèdent en général que très peu – et le plus souvent pas du tout – du capital de leurs homologues. L'intégration par acquisition et filialisation n'est donc pas complétée par des liens de participation au capital ou par l'échange d'administrateurs : elle les a remplacés. C'est en fait toute l'infrastructure organisationnelle des grandes firmes financières qui a été refondue entre la fin des années 1970 et la fin des années 2000 : plus intégrées, plus vastes, plus diversifiées et moins enclines à nouer des liens entre elles, les entreprises financières ont également des relations différentes avec les entreprises non financières.

## **B. L'actionnariat du SBF 120 : financier, mais français**

Les entreprises financières ont donc connu de très profondes mutations entre la fin des années 1970 et la fin des années 2000. Les relations qu'elles entretiennent avec les entreprises non financières se sont elles aussi très sensiblement modifiées – sans que l'on puisse décrire ces transformations comme une prise de pouvoir des unes sur les autres. Il est communément admis que l'actionnariat des grandes entreprises françaises a été profondément renouvelé au cours des trente dernières années (Morin, 1998 ; Lantenois et Coriat, 2011), pour des raisons qui tiennent à la fois au développement de leur financement par les marchés financiers et à l'éclatement des noyaux durs mis en place après les privatisations. Selon Morin (1998), ces changements auraient abouti à l'entrée massive d'investisseurs institutionnels anglais ou états-uniens au capital des grandes entreprises françaises.

Les données dont nous disposons permettent de contester ces conclusions. Les entreprises financières ne sont certes pas absentes de l'actionnariat des entreprises du SBF120 : en moyenne, les actionnaires financiers identifiés comme tels dans nos sources possèdent, en 2009, un petit tiers de leurs actions (contre un petit quart en 1979). Mais cet actionnariat financier est majoritairement composé de groupes basés en Europe continentale, et avant tout en France : la moitié de ces actions appartiennent à des institutions financières françaises, 14 % à d'autres institutions financières européennes (avant tout belges, luxembourgeoises et suisses, les institutions britanniques étant fort peu présentes) et 12 % à des institutions financières du reste du monde, essentiellement états-uniennes ou canadiennes, le reste (un petit quart) appartenant à des institutions financières dont la nationalité n'a pu être identifiée. Cette domination de la finance reste donc relative et, surtout, renvoie à des entreprises françaises, ou du moins d'Europe continentale. Certes, en 1979, seulement 4 % de l'actionnariat financier était basé hors de France : l'accroissement de la part des institutions financières étrangères est donc réel. Mais ce sont encore très majoritairement les investisseurs institutionnels financiers français qui ont tiré profit de l'éclatement des noyaux durs – éclatement qu'ils avaient d'ailleurs souvent contribué à provoquer – et du développement du financement boursier des entreprises françaises.

Ces actionnaires financiers ne sont en général pas eux-mêmes des entreprises du SBF 120 : si, parmi les 214 actionnaires des entreprises du SBF 120 identifiés comme des entreprises ou des États, 129 sont des entreprises financières, dont 53 françaises, seulement huit sont des entreprises financières du SBF 120. En outre, le niveau de participation de ces dernières

n'est pas plus élevé que la moyenne, alors que c'était nettement le cas en 1979, du fait en particulier du poids de Suez et Paribas. Comme on l'a vu au Tableau 2, ce ne sont pas seulement les groupements d'affaires financiers qui ont disparu. Il y avait aussi en 1979 des groupements d'affaires incluant entreprises financières et non financières, fondés sur un partage multiple d'administrateurs, souvent accompagné de participations minoritaires ; ils étaient eux aussi largement centrés sur Suez et Paribas. Ils ont pratiquement disparu en 2009.

### **Encadré 3 : Reconstruire l'actionnariat**

L'identification des propriétaires d'une entreprise et la pondération de leur part de propriété est un exercice délicat, en particulier en France, dès lors que l'on tente de donner une forme de profondeur historique à l'analyse. Il est remarquable que notre source principale, l'*Annuaire Desfossés*, destiné aux investisseurs, ne donne aucune information à ce sujet avant la fin des années 1980. Nous avons toutefois pu recourir au volume de 1980 des *Liaisons financières*, édité par DAFSA, une société contrôlée par les principales banques françaises, publiques et privées, de l'époque. Ce sont le regain d'activité du marché boursier et le constat que les entreprises respectaient assez peu les obligations de publicité qui s'imposaient en théorie à elles qui ont fait naître cette publication, en 1968 (Morin, 1974, 44-53). Ce sont très majoritairement les entreprises qui lui fournissaient elles-mêmes les informations sur leur actionnariat. Nous n'avons pris en compte ici que les actionnaires directs (la source indique aussi les principaux actionnaires des principaux actionnaires). Ils sont listés pour 114 de nos 118 entreprises, mais la source n'est pas complète : une grande partie du capital reste non affectée pour chaque entreprise (45 % en moyenne). Nous avons pris le parti de la considérer comme flottante, faute d'autres informations, comme pour 2009.

Nous nous sommes en effet attachés à reconstituer, autant que possible, l'actionnariat complet de l'ensemble des entreprises du SBF120 de 2009. Il s'agit évidemment d'une gageure : puisque les entreprises sont cotées et que leur propriété peut passer de main en main instantanément, une entreprise ne sait jamais, de manière exhaustive, qui la possède (certaines précisent dans leur rapport d'activité qu'au moment de le rédiger, elles ont délégué à un cabinet spécialisé le soin de retrouver tous les actionnaires qui disposent d'une part de capital supérieure à un certain seuil, par exemple 1 %). Le plus souvent sont donc identifiés les principaux actionnaires (selon les entreprises et leur actionnariat, entre deux et une trentaine), et le solde est désigné comme du « flottant » (avec parfois des précisions : flottant institutionnel, flottant individuel, etc.). Les données dont nous disposons couvrent une population plus large que celles de Morin (1998) et ne se contentent pas de raisonner sur la part des cinq premiers actionnaires, comme le font Lantenois et Coriat (2011). Ce point est important, car la part médiane de ces cinq premiers actionnaires n'est, en 2009, dans le SBF 120, que de 30% du capital – et souvent très inférieure. L'écart entre nos résultats et les leurs tient sans doute, pour partie, au fait que notre population est beaucoup

plus étendue que celle qui est en général étudiée (les 120 plus grandes entreprises cotées, et non les 40). Mais il tient aussi au fait que nous travaillons sur la part des différents actionnaires dans l'actionnariat *complet*, et non sur celui concentré aux mains des plus gros actionnaires.

Pour cela, nous avons croisé deux sources. Nous avons dépouillé les rapports d'activité des entreprises pour 2009, qui en général donnent des informations détaillées. Nous avons contrôlé cette première saisie à l'aide du *Guide des états-majors* 2011 (correspondant aux données du 31 décembre 2009), publié par l'Agefi. Toutes les fois où cela était possible, nous avons identifié l'entreprise actionnaire, ainsi que (le cas échéant) le groupe auquel cette entreprise appartient. Nous avons ensuite codé les différentes entreprises et les différents groupes, en utilisant les catégories que nous listons en annexe.

### C. Finance et non finance : d'un centre à l'autre

Après la disparition des groupements d'affaires, ce sont désormais l'ensemble des entreprises non financières qui semblent tenter de se lier aux entreprises financières : les partages d'administrateurs sont rarement redoublés, mais dans l'ensemble plus fréquents. La nature, et non seulement le support et la forme, de ces relations, paraît s'être transformée, même s'il est plus difficile de l'attester systématiquement. À la fin des années 1970, il semble que les groupes financiers interviennent dans la définition et le financement de la stratégie industrielle des entreprises qu'ils contrôlent. On le constate bien dans les cas les plus importants, ceux de Suez, qui, au cours des années 1960, avait accru ses participations dans la Lyonnaise des eaux (21 % en 1979) et Saint-Gobain-Pont-à-Mousson (17 %), ou encore de Paribas, actionnaire notamment de CSF (à 45 %) ou, hors SBF 120, de Fives-Lille, et Usinor. Suez comme Paribas détenait 6 % en moyenne de la douzaine d'entreprises non financières du SBF 120 où elle avait des participations : moins donc que dans les entreprises financières, dont certaines étaient de véritables filiales, mais une part non négligeable et souvent doublée d'un partage hiérarchisé de dirigeants ou administrateurs. De telles configurations, qui durent souvent plus d'une décennie, rappellent les associations « banque-industrie » que l'on assimile souvent, dans leur forme idéale-typique, au capitalisme rhénan (Lamard et Stoskopf, 2015) – même si, loin d'unir une seule banque à une série d'entreprises industrielles, elles rassemblent ici souvent une majorité d'entreprises financières et quelques entreprises industrielles. Ces prises de participation industrielle sont spécifiques des années 1960 et 1970 pour les grandes institutions financières françaises. En 1965, un quatre pages de la Documentation française sur les banques d'affaires les présente ainsi comme des partenaires des industries, immobilisant longuement leurs capitaux pour leur fournir une « aide financière », ce qui leur confère en échange une « influence prépondérante dans leur gestion courante »<sup>3</sup>. De fait, Suez, par exemple, pèse sur le choix des dirigeants de la Lyonnaise des eaux, sur sa

3 « Les banques d'affaires », *C. F. Documents d'actualité*, n° 15, février-mars 1965, p. 2. Document conservé dans le dossier de presse de la FNSP consacré aux « Banques du secteur privé en France de 1946 à 1983 », tome 2, 1961-1970.

diversification et sur l'architecture du groupe, notamment la place de sa holding (de Méritens et Fabry, 2001). En 1971, Suez suggère ainsi à la Lyonnaise de s'intéresser à la Sita, qui gère la collecte des déchets ménagers à Paris depuis les années 1920, et facilite sa prise de contrôle en apportant ses actions. Suez pèse aussi sur le maintien à la tête de la Lyonnaise de Pierre Chaussade, premier PDG non ingénieur (il est énarque) à l'origine imposé par Pont-à-Mousson, qui, en 1974, renouvelle en profondeur le conseil d'administration en y nommant entre autres des représentants de Suez.

À la fin des années 2000, au contraire, les groupes financiers considèrent leurs participations comme les éléments d'un portefeuille d'actions qu'ils peuvent recomposer *ad libitum*. Des structures complexes comme des cliques de double partage d'administrateurs ou dirigeants n'y sont plus nécessaires, et nuiraient même à cette stratégie en liant trop étroitement les entreprises : les prises de participation, désormais, doivent être plus liquides. Cette mutation apparaît toutefois légèrement antérieure au développement des marchés financiers et difficile à mettre sur le compte d'une influence étrangère (pour une lecture qui propose ce type d'interprétation, voir par exemple Coriat 2008, Lantenois et Coriat, 2011, ou encore Goyer, 2006) ; elle est plutôt enclenchée par le déclin des industries concernées. Suez comme Paribas en accompagnent ou en provoquent les restructurations, et simultanément s'en désengagent. Ces restructurations vont de pair avec le repli sur un métier bancaire moins directement impliqué dans la définition et la mise en œuvre de stratégies industrielles, comme l'explique Jean-Yves Haberer, qui prend la présidence de Paribas après sa nationalisation : « à la réunion annuelle des cadres du 31 janvier 1984 », explique-t-il au début des années 1990, « j'ai prononcé une phrase préméditée qui, implicitement, signifiait que le temps des investissements dans la sidérurgie, l'engrais, la pâte à papier et autres industries lourdes, trop consommatrices de capital était révolu, et que priorité serait donnée à nos propres instruments de travail : « La Banque est à mes yeux, aujourd'hui et pour longtemps, la priorité de la Compagnie Financière » » (cité in Bussière, 1992, p. 215). La parenthèse industrielle des grandes banques françaises se clôt alors, et on les voit revenir à une logique d'investissements plus diversifiés, potentiellement plus substituables et moins durables. Ramenée à sa logique la plus élémentaire – même si elle s'équipe dorénavant de raisonnements et d'indicateurs sophistiqués pour apprécier la rentabilité potentielle des titres –, elle revient à comparer ce que rapporte un investissement à ce qu'en rapporterait un autre, et si la rentabilité du premier est inférieure à celle du second, à substituer l'un à l'autre (Lordon, 2000).

Le retour à ces logiques d'investissement a pu être favorisé par le développement très rapide du marché boursier parisien, lié à la décision de ne plus financer la dette publique par l'inflation mais par l'emprunt auprès d'investisseurs privées. Dans les années 1950-1970, en effet, le marché boursier proposait un volume d'activité beaucoup plus faible, et offrait par conséquent des occasions d'arbitrage beaucoup plus limitées (Hautcoeur, 1996). Mais c'est cette dernière période qu'il faut considérer comme exceptionnelle : la réorientation des années 1980 constitue, selon la formule de Bussière (1992), « un net retour à la conception originelle des relations entre la banque et l'industrie, que la pratique des années 1950 et 1960 avait quelque peu modifiée » (p. 243). Ces années 1950 à 1970 avaient ainsi été le théâtre d'une première financiarisation très particulière, la constitution de



groupements d'affaires servant de support organisationnel à la fois à la diversification des banques et à leurs stratégies industrielles. Ainsi, la présence des banquiers dans les conseils d'administration industriels avait doublé entre 1950 et 1980 (Joly, 2015, sur un échantillon et avec des définitions un peu différentes des nôtres).

Dès lors que cette parenthèse est refermée, les doubles partages d'administrateurs (ou plus) se raréfient : sur l'ensemble des partages entre entreprises du SBF 120, ils ne concernent plus qu'un cas sur huit en 2009, contre un sur cinq en 1979. On peut penser que l'important n'est plus désormais pour une entreprise, lorsqu'elle met en place de tels cumuls, de se lier étroitement à une autre pour coordonner leurs pratiques et solidariser leurs stratégies. Le partage simple peut être lié au choix d'une même personne à laquelle plusieurs entreprises trouvent les mêmes qualités – et on verra qu'il s'agit assez souvent de personnes ayant fait carrière dans la finance –, mais aussi au choix de partager un administrateur avec une entreprise dont on considère qu'elle jouit d'un plus haut statut que le sien. Nous avons décrit ailleurs cette dynamique statutaire (François, Lemerrier, 2014). La structure des co-présences dans les conseils d'administration des plus grandes entreprises françaises, depuis au moins le début du 20<sup>e</sup> siècle, se caractérise en effet par une très grande centralisation. Les entreprises centrales sont très souvent liées les unes aux autres, tandis que celles de la périphérie sont encore moins liées entre elles qu'elles ne sont au centre (Tableau 3). Cette structure centre-périphérie renvoie à des dynamiques de statut (Podolny, 2005), qui portent les firmes partageant certains attributs (celles qui ont le capital le plus élevé, qui sont depuis longtemps à la fois grandes et cotées en bourse, qui ont leur siège à Paris plutôt qu'en province, qui relèvent de la finance ou des autres secteurs dominants selon les périodes) à partager des administrateurs entre elles, et celles dont le prestige est moins assuré à essayer, avec plus ou moins de succès, de partager avec elles quelques administrateurs pour bénéficier de leur capital social et de leur réputation.

**Tableau 3 – Densité interne et externe du centre et de la périphérie du réseau de partage d'administrateurs au sein du SBF 120**

|            | 1937   |            | 1956   |            | 1979   |            | 2009   |            |
|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|
|            | Centre | Périphérie | Centre | Périphérie | Centre | Périphérie | Centre | Périphérie |
| Centre     | 22     | 5          | 15     | 2          | 19     | 3          | 16     | 3          |
| Périphérie | 5      | 2          | 2      | 2          | 3      | 2          | 3      | 1          |
| Effectifs  | 67     | 53         | 51     | 67         | 62     | 57         | 65     | 49         |

Les modalités d'identification du centre et de la périphérie du réseau s'appuient sur l'analyse des k-cores suivant des modalités détaillées en annexe.

**Lecture** : en 1979, 19 % des liens possibles entre les entreprises identifiées comme étant au centre du réseau sont effectivement présents.

Or, en 1979, les entreprises financières n'étaient pas surreprésentées au centre du réseau : elles étaient aussi nombreuses en son centre qu'en périphérie, car on retrouvait dans cette dernière les entreprises de création récente subordonnées à Suez ou Paribas. En 2009, au contraire, la quasi-totalité des entreprises financières qui demeurent dans le SBF 120 se retrouvent au centre du réseau, où aucun autre secteur n'est surreprésenté (Tableau 4). Elles concentrent désormais les propriétés de ces entreprises de haut statut avec lesquelles les autres souhaitent partager des administrateurs : elles sont plus anciennes, plus grosses, systématiquement parisiennes.

**Tableau 4 – Présence des firmes financières au centre et en périphérie du réseau**

|            | 1979    |        |               | 2009    |        |           |               |
|------------|---------|--------|---------------|---------|--------|-----------|---------------|
|            | Finance | Banque | Autre Finance | Finance | Banque | Assurance | Autre Finance |
| Centre     | 25      | 8      | 17            | 11      | 4      | 4         | 3             |
| Périphérie | 14      | 5      | 9             | 1       | 0      | 0         | 1             |

Entre 1979 et 2009, les entreprises financières connaissent donc une mue très profonde, et dans le même temps leur position et leur rôle dans les liens qui se tissent entre grandes firmes cotées changent. Cette mue peut-elle être décrite comme une trajectoire de financiarisation ? Elle n'est en aucun cas un passage de l'absence à la présence : les entreprises financières sont bien plus nombreuses en 1979 qu'en 2009 dans le SBF 120, et quelques-unes y polarisent les liens entre conseils d'administration, du fait qu'elles forment des groupes entre elles ainsi qu'avec certaines entreprises industrielles. Si l'on peut décrire quelque chose comme une trajectoire de financiarisation, c'est donc pour parler d'un changement qualitatif. Les entreprises financières changent de forme, de taille et de métier : elles se concentrent, s'accroissent et se diversifient. Les liens qu'elles entretiennent avec les entreprises non financières se recomposent : plutôt que dans des groupements d'affaires relativement stables, ils s'inscrivent dans des dynamiques statutaires où les entreprises financières jouent un rôle plus déterminant. La logique des prises de participation, enfin, se modifie : là où elles s'inscrivaient dans des logiques industrielles, elles construisent désormais des portefeuilles de placements financiers. Peut-on voir là l'origine du changement dans le partage de la valeur que nous avons décrit en introduction ? Autrement dit, trouve-t-on à son avant-garde les entreprises financières ou les entreprises à actionnariat financier ?

## **II. Au principe du partage de la valeur : les dirigeants, plus que les actionnaires**

Pour répondre à cette question, nous repartons du principal indicateur d'adoption de la valeur actionnariale discuté en introduction : la part de la valeur créée qui revient aux actionnaires, dont on a pu constater la croissance spectaculaire entre 1989 et 2009, en

agrégeant l'ensemble des entreprises du SBF 120. Les écarts entre ces entreprises sont importants en la matière : ainsi, en 2009, alors que 19 de nos entreprises ne servent aucun dividende (et, entre 2003 et 2007, ce sont en moyenne 12 d'entre elles qui ne distribuent aucune rémunération à leurs actionnaires), pour les autres, le *dividend yield* (montant du dividende divisé par celui de l'action) varie entre 1 % environ pour Eurotunnel ou Areva et 13,5 % pour France Telecom, ou encore 9,23 % pour Nexity. Observer quelles entreprises ont plus nettement que d'autres adopté la valeur actionnariale peut ainsi permettre d'avancer dans l'identification des mécanismes de cette adoption. Ce qui paraît jouer est moins l'importance de l'actionnariat financier que la présence de financiers – avec différentes acceptions du terme – parmi les dirigeants et administrateurs de l'entreprise.

#### **Encadré 4 – La rémunération des actionnaires : données et amplitude temporelle**

Pour les informations sur la rémunération des actionnaires, nous nous appuyons dans la base de données Datastream. La principale difficulté qu'il nous a fallu gérer concerne la mise en cohérence temporelle des données. Nos propres données valent pour la fin de l'année 2009. Or, cette année est au cœur de la tourmente financière consécutive à la crise des *subprimes* : en nous concentrant sur elle, nous risquons de mesurer davantage les propriétés du partage de la valeur en temps de crise que celles attachées aux années 2000. Nous avons d'abord construit une moyenne de notre variable dépendante pour 2008-2010, afin de lisser les effets qui pourraient être attachés à la seule année 2009. Nous avons ensuite réalisé les mêmes analyses sur les valeurs moyennes pour d'autres amplitudes temporelles : 2009-2011, 2004-2009, 2004-2012. Les effets attachés à certaines variables explicatives varient selon que l'on prend telle ou telle amplitude temporelle, mais les principaux résultats, qui retiennent ici notre attention et que nous commentons sont, eux, vérifiés quelle que soit la période retenue.

#### **A. Rémunérer les actionnaires : le rôle des dirigeants (financiers)**

Si l'on tente de comprendre quelles propriétés des entreprises pèsent sur l'adoption de la valeur actionnariale, il apparaît que c'est la composition de l'équipe dirigeante (entendue ici comme le principal dirigeant exécutif et les multi-administrateurs, car il s'agit des personnes pour lesquelles nous disposons de biographies) qui joue un rôle déterminant, davantage que le secteur d'activité de l'entreprise ou son actionnariat. Autrement dit, le cas français s'éloigne des cas états-unien et allemand : c'est moins la présence d'*actionnaires* financiers qui est en France déterminante que celle de *dirigeants ou d'administrateurs* passés par des fonctions ou par des institutions financières.

Le fait d'être une entreprise financière et, plus encore, la composition de l'actionnariat n'ont en effet aucune incidence systématique sur la rentabilité pour l'actionnaire de nos

entreprises, mesurée par le *dividend yield* sur la période 2008-2010 (Tableau 7). Qu'il s'agisse de la part de capital possédée par des entreprises financières ou non financières, par des familles, par des États ou distribuée entre un très grand nombre d'actionnaires, aucun effet n'est significatif. Si certaines caractéristiques « financières » des entreprises expliquent que les actionnaires y soient mieux traités qu'ailleurs, ce ne sont pas les caractéristiques des firmes elles-mêmes ou de leur actionnariat, mais bien celles de leurs dirigeants : le fait que le PDG ait travaillé pendant sa carrière dans une entreprise financière ou bien été directeur financier ; et, indépendamment, la part parmi les dirigeants exécutifs et multi-administrateurs de ceux qui ont connu l'un ou l'autre type de carrière financière. D'autres propriétés des entreprises sont positivement liées au *dividend yield*, mais la part de variance dont elles rendent compte est inférieure : c'est le cas de la taille de l'entreprise, mesurée par son capital social, ou du fait qu'il s'agisse d'une entreprise du BTP (il apparaît ici qu'elles sont particulièrement profitables pour leurs actionnaires, et cela vaut déjà en 1979).

**Tableau 5 – La rentabilité pour les actionnaires (*Dividend Yield*), régression linéaire multivariée**

|  | Dividend Yield |             |
|--|----------------|-------------|
|  | Coefficient    | Erreur-Type |
| Constante                                    | -0,36*         | 0,18        |
| Part de multi-administrateurs/PDG financiers | 0,27**         | 0,09        |
| Classes Capital (Réf. Bas)                   |                |             |
| <i>Moyen</i>                                 | 0,21           | 0,22        |
| <i>Elevé</i>                                 | 0,51*          | 0,25        |
| BTP (Réf. Non)                               | 0,96**         | 0,28        |
| R2 ajusté                                    | 0,22           |             |

Coefficients standardisés. \*\*\*  $p < 0.001$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*  $p < 0.05$ . Nombre d'observations : 104. Les classes de capital sont définies de la manière suivante : bas, appartenance au quartile inférieur de la distribution ; élevé, appartenance au quartile supérieur de la distribution. La présence plus ou moins forte des financiers est mesurée, au sein de chaque entreprise, par la part des multi-administrateurs ou des PDG financiers dans le nombre total des multi-administrateurs ou des PDG dont nous avons la biographie. Rappelons que nous avons recherché les biographies de tous les multi-administrateurs et de tous les PDG des entreprises du SBF 120, et seulement celles-ci. Si nous prenions en compte le nombre absolu de financiers que nous avons retrouvés, ce nombre risquerait de mesurer aussi, voire surtout, la simple présence de multi-administrateurs dans les entreprises : qui dit beaucoup de multi-administrateurs dit beaucoup de biographies retrouvées, dont celles de financiers. Raisonner en part des financiers permet de neutraliser ce biais. Nous avons testé d'autres mesures, en raisonnant par exemple en classes (moins de 50 % de financiers parmi les biographies disponibles, de 50 à 75 % de financiers, plus de 75 %), en prenant en compte seulement les financiers d'institution, ou seulement les financiers de fonction (voir ci-dessous la définition de ces catégories), ou encore en raisonnant avec des variables dichotomiques portant sur le PDG (a-t-il un passé de financier, de financier de fonction ou de financier d'institution). Les résultats sont à chaque fois cohérents avec ceux que nous présentons ici : ce sont à la fois les profils des PDG et des multi-administrateurs, à la fois les parts des financiers d'institution et de fonction, qui pèsent sur les dividendes.

Ce ne sont donc pas les actionnaires financiers qui partagent la valeur à leur profit : ce sont les dirigeants et les multi-administrateurs qui, lorsqu'ils sont passés par une entreprise ou par des fonctions financières, y sont attentifs. Sans doute une partie d'entre eux représentent-ils les actionnaires financiers dont ils prennent la défense, mais si c'était toujours le cas, l'effet de l'actionariat serait significatif. Or il ne l'est pas, y compris lorsque l'on raisonne en univarié. Il y a donc bien là un effet propre des parcours des dirigeants et des multi-administrateurs. Ces dirigeants, nous allons le voir dans la troisième partie, sont pourtant très divers : certains sont d'anciens hauts fonctionnaires, d'autres sont des héritiers de la haute banque, d'autres encore des ingénieurs ou des commerciaux passés, entre autres épisodes, par des fonctions de directeur financier. Leur seul point commun est d'avoir occupé, durant une période plus ou moins longue, généralement au cours des années 1980 ou 1990, des postes qui les ont socialisés aux principes d'une gestion financière – et notamment à l'attention qu'elle impose de porter aux actionnaires. Cette socialisation secondaire, au cours de carrières qui, on va le voir, s'effectuent en général sans quitter la France, joue certainement un rôle déterminant, car les propriétés sociales de ces financiers ne sont par ailleurs ni nouvelles ni homogènes : c'est pourquoi nous parlons de conversion des élites aux modes de faire typiques de la valeur actionariale. Elle seule paraît pouvoir expliquer l'adoption de cette conception de contrôle au sein des grandes entreprises cotées.

## **B. Une illustration : Accor vs. CGG**

Le rapprochement de deux entreprises, aux actionariats au départ très différents mais toutes deux soumises à la montée en puissance, dans leur capital, d'investisseurs institutionnels, permet d'illustrer et de mieux comprendre ce rôle fondamental de la composition du conseil d'administration, qui est le véritable siège du pouvoir et dont la composition joue, par conséquent, un rôle déterminant<sup>4</sup>. Accor est un conglomérat de services d'hôtellerie et de restauration fondé à la fin des années 1960 par deux entrepreneurs, Gérard Pélisson et Paul Dubrulle, qui continuent au début des années 2000

---

4 La documentation sur ces deux cas a été rassemblée en nous appuyant, pour la CGG, sur une série d'entretiens (une dizaine d'heures au total) réalisés avec le président de l'entreprise, visant à reconstituer sa trajectoire et à comprendre son travail à la tête de l'entreprise. Pour Accor et pour la CGG, nous avons effectué une revue de presse systématique à l'aide des bases de données Europresse et Factiva et rassemblé tous les articles comportant les mots « Accor » ou « Compagnie Générale de Géophysique » ou « CGG » dans leur titre, parus dans l'un des trois principaux quotidiens généralistes (*Le Monde*, *Libération*, *Le Figaro*) ou dans l'un des deux quotidiens économiques (*Les Échos* et *La Tribune*) depuis 2000. L'analyse de la composition des conseils d'administration s'est appuyée sur le dépouillement systématique des rapports d'activité des deux entreprises entre 1998 et 2013.

de contrôler la marche de l'entreprise, en dépit de leur participation désormais très minoritaire au sein du capital (moins de 5 %), grâce à la bienveillance un peu inerte d'actionnaires financiers français (la BNP et la Caisse des dépôts et consignations notamment). La compagnie générale de géophysique (CGG) est elle aussi un conglomérat (beaucoup plus intégré), spécialisé dans la prospection pétrolière et dont le capital est, jusqu'à la fin des années 1990, contrôlé (à hauteur de 30 % environ) par les grands pétroliers français (Total et Elf avant tout), eux-mêmes en bonne partie contrôlés par l'État. Les deux entreprises connaissent, à quelques années d'écart, l'entrée au capital d'investisseurs institutionnels. Pour la CGG, c'est le retrait des actionnaires pétroliers historiques qui la porte à chercher des financements auprès de fonds d'investissement le plus souvent anglais ou états-uniens. Pour Accor, c'est Colony Capital, un fonds états-unien, rapidement épaulé par le Français Eurazeo, qui entre au capital à partir de 2005.

Le parallèle, cependant, s'arrête là. Les dirigeants exécutifs de la CGG s'attachent en effet à contrôler la composition du conseil d'administration, en décourageant ceux de ses actionnaires qui souhaiteraient y entrer : le conseil est composé de nombreux anciens hauts fonctionnaires (et avant tout d'ingénieurs du corps des mines qui, entre 2000 et 2013, occupent 36 % des mandats d'administrateurs) qui, parfois, représentent d'anciens actionnaires pétroliers. Certes, des administrateurs de la CGG ont aussi une expérience financière : entre 2000 et 2013, 47 % des mandats y sont occupés par des financiers tels que nous les définissons ici, surtout d'anciens directeurs financiers (le PDG lui-même est passé par le poste de directeur financier de l'entreprise avant d'en prendre la présidence). Mais prendre le pouvoir au sein de ce conseil supposerait de remplacer un grand nombre d'administrateurs, et le PDG (lui-même membre du corps des mines) décourage les actionnaires avant qu'ils ne s'y essaient : l'enjeu du considérable travail relationnel qu'il leur consacre (et qui emploie un tiers de son temps) consiste à les faire monter au capital, puis à les maintenir à un plafond tel qu'ils ne puissent pas imposer leurs vues en assemblée générale et ainsi leur présence au conseil. Lassés d'être ainsi maintenus à la porte du conseil et de ne pouvoir peser sur les orientations stratégiques de l'entreprise, soucieux aussi peut-être de prendre leur gain après quelques années au capital d'une firme dont l'activité est très cyclique, les investisseurs institutionnels montent puis descendent au capital, pour abandonner finalement toute leur participation. En maintenant ainsi les investisseurs institutionnels aux portes du conseil, la direction exécutive s'assure la maîtrise de sa stratégie industrielle, et limite le partage de la valeur en leur faveur : entre 2000 et 2013, la CGG ne distribue pas de dividendes, et les plans de rachat d'action qu'elle met en œuvre sont strictement encadrés.

La trajectoire d'Accor est très différente. L'entrée au capital de Colony et d'Eurazeo, d'abord relativement limitée, s'accompagne pourtant très tôt d'une entrée au conseil. Colony et Eurazeo s'entendent en effet assez vite avec les deux fondateurs pour contredire les principes de gouvernance promus par les banquiers, actionnaires historiques d'Accor, en soutenant notamment la volonté de l'un des fondateurs d'imposer son neveu au poste de directeur général. Ces conflits – qui se doublent d'affrontements sur les orientations stratégiques de l'entreprise, les nouveaux actionnaires souhaitant abandonner l'organisation conglomérale d'Accor en revendant ses composantes par appartements – provoquent la

démission des représentants des actionnaires historiques au conseil. Ils sont souvent remplacés par des représentants de Colony ou d'Eurazeo, libres d'imposer leurs vues. Les actionnaires sont désormais au cœur du partage de la valeur : la politique de distribution des dividendes est l'une des plus généreuses du CAC 40 (entre 2006 et 2013, ils représentent en moyenne deux fois le bénéfice net du groupe). En outre, les plans de rachat d'actions, alimentés grâce à la revente des entreprises du groupe, sont massifs (jusqu'à 1,2 milliard d'euros en 2007, après 400 millions en 2006) : ils permettent de soutenir les cours et, surtout, d'augmenter le bénéfice par action (les actions rachetées sont en effet détruites). La réorientation stratégique majeure imposée à Accor (du conglomérat de 2005 ne restent plus désormais que les hôtels, dont les murs et les services sont logés dans deux entreprises différentes, qui pourront ainsi être vendues séparément) et l'attention désormais réservée aux actionnaires sont ainsi une conséquence directe de la prise de pouvoir, d'abord au sein du conseil d'administration, ensuite à la tête de la direction exécutive (Sébastien Bazin, directeur général de Colony Capital, est devenu président d'Accor en 2013), des actionnaires financiers.

### **III. Les convertis de la finance**

Les résultats que nous venons de présenter montrent que l'adoption de la valeur actionnariale dépend moins de l'activité des entreprises ou de leur actionnariat que des propriétés de leurs dirigeants : c'est lorsqu'ils sont passés par des fonctions ou des entreprises financières que les entreprises rémunèrent le mieux leurs actionnaires. On pourrait, de prime abord, rapprocher ce constat de celui établi pour les États-Unis, où l'adoption de la valeur actionnariale apparaît liée à l'accession d'anciens directeurs financiers au poste de PDG (Fligstein, 1987 ; Zorn, 2004). Il s'en éloigne cependant sur un point fondamental. Aux États-Unis, en effet, cette promotion des directeurs financiers contribue à renouveler profondément les propriétés sociales des dirigeants des plus grandes entreprises (Mizruchi, 2013). Au contraire, en France, les dirigeants financiers qui imposent la valeur actionnariale dans les années 2000 ont un profil très proche de celui de leurs prédécesseurs de 1979. Cette stabilité (déjà montrée, sur un échantillon bien plus petit, par Davoine et Ravasi, 2013) est d'autant plus remarquable que, nous l'avons vu, tant le nombre des entreprises financières dans le SBF 120 que leur taille, leurs activités et leurs manières de se lier entre elles et aux entreprises non financières ont radicalement changé entre 1979 et 2009. Notre enquête prosopographique centrée sur les PDG et les multi-administrateurs du SBF 120 met au contraire presque exclusivement en avant des continuités, qu'il s'agisse des origines, des études, des débuts de carrière ou de la répartition des positions dans les conseils d'administration. Ce sont donc des dirigeants extrêmement semblables à leurs prédécesseurs qui ont mis en œuvre des stratégies très différentes de croissance externe, de constitution de portefeuilles, d'échange d'administrateurs – et de distribution de dividendes, notamment pour ceux passés par des fonctions ou des entreprises financières. Si les financiers imposent la valeur actionnariale aux entreprises qu'ils dirigent, ce n'est pas, comme aux États-Unis, parce qu'ils sont de nouveaux venus à la

tête des entreprises, mais parce que, en tous points ou presque semblables à leurs aînés, ils se sont convertis à de nouveaux modes de faire.

Élucider les ressorts et les modalités de leur conversion dépasse le cadre de cet article. Nous poursuivons, plus modestement, deux objectifs. Nous souhaitons tout d'abord montrer que ce n'est pas à une apparition d'acteurs financiers, ou à une transformation de leur recrutement, que l'on doit l'imposition de la valeur actionnariale : ces acteurs ont les mêmes trajectoires que leurs prédécesseurs ; s'ils imposent de nouvelles pratiques, c'est qu'ils s'y sont convertis. En décrivant leurs propriétés sociales, nous tenterons par ailleurs d'identifier les lieux possibles de cette conversion : est-ce parce que les dirigeants financiers sont passés par l'étranger au cours de leur carrière qu'ils en auraient ramené la valeur actionnariale pour l'imposer en France ? Est-ce au cours d'une formation initiale, elle aussi davantage étrangère ou plus directement orientée vers les entreprises, qu'ils endossent cette nouvelle conception de contrôle ? En amont de l'élucidation des mécanismes de la conversion, il nous paraît nécessaire de décrire cet ensemble de trajectoires pour en repérer les lieux possibles.

Nous mettrons ainsi au jour l'extrême stabilité de l'espace social des élites économiques françaises (et en leur sein des élites financières), qui constitue une exception intéressante si on la rapproche des bouleversements récents des trajectoires des élites économiques dans de petits pays (pour les Pays-Bas, Heemskerk, 2007 ; pour la Suisse, David et al., 2012), ou même des changements qui ont touché le Royaume-Uni (Maclean et al., 2006 montrent ainsi une baisse du poids des diplômés d'Oxford et Cambridge, même s'il ne s'agit pas d'un bouleversement radical). En outre, notre construction des données met en avant la profondeur d'un clivage différent de ceux que la sociologie et l'histoire des élites soulignent le plus souvent, entre patrons issus de l'administration et des entreprises (Bourdieu et Saint-Martin, 1978 ; Bourdieu, 1989), ou entre les héritiers, diversement définis, et les autres (Lévy-Leboyer, 1979 ; Bauer et Bertin-Mourot, 1987, 1995). Notre étude met en valeur un clivage plus structurant encore en matière de carrières : l'opposition entre ceux qui ont été salariés dans une entreprise financière et les autres. En effet, si notre constat quant à une éventuelle financiarisation des trajectoires est très nuancé, nous observons en revanche une différence très nette, que ce soit en 1979 ou en 2009, entre les dirigeants et multi-administrateurs passés par le secteur financier et les autres. Comme ce sont notamment ceux que nous appelons les *financiers d'institution* (ceux qui ont fait au moins une partie de leur carrière de salariés dans des banques, sociétés d'assurances ou autres sociétés financières) qui se sont convertis à la valeur actionnariale, décrire les spécificités pérennes de leurs trajectoires apparaît particulièrement important. C'est donc d'abord sur ce clivage, qui permet de comprendre qui sont nos convertis, que nous allons insister. Nous évoquerons ensuite l'un des seuls changements importants de trajectoire que nous avons pu mettre au jour : l'apparition de *financiers de fonction* – anciens directeurs financiers, auditeurs internes, etc. – à la tête des entreprises et dans les conseils d'administration du SBF 120, notamment là où l'on distribue le plus de dividendes. Nous verrons notamment que leurs parcours diffèrent de ceux de leurs homologues états-uniens. Nous concluons enfin sur ce que ces trajectoires nous apprennent quant aux lieux où a pu avoir lieu la conversion à la valeur actionnariale.



## A. La finance au cœur des élites économiques

Nos résultats montrent pour l'essentiel un cours inchangé de la reproduction des élites économiques depuis les travaux de Bourdieu et Saint-Martin (1978), et c'est dans ce cadre, très largement immobile, que la financiarisation doit être comprise : féminisation presque inexistante, persistance d'une minorité noble, concentration des origines géographiques à Paris et dans les Hauts-de-Seine et des études dans quelques grandes écoles (une des différences les plus nettes avec les États-Unis), poids des pantoufleurs passés par la haute administration et souvent les cabinets ministériels. Nous confirmons et généralisons ainsi le constat que Rouban (2014) applique aux énarques : « La conversion culturelle aux normes gestionnaires a renforcé plutôt que mis fin aux structures sociales qui organisent les carrières. ».

À ces variables souvent étudiées, nous ajoutons un intérêt pour les débuts de carrières en entreprise, qui nous permet là aussi de constater une grande continuité. En particulier, et contrairement aux États-Unis (Fligstein, 1990), une grande majorité des dirigeants et multi-administrateurs français ne peut pas être simplement caractérisée par une conception de contrôle qui serait héritée de leurs débuts en entreprise, dans un département plutôt axé sur la production, la vente ou bien le contrôle financier. En effet, bon nombre de nos trajectoires soit arrivent directement à la direction générale (par héritage ou pantouflage), soit ne passent auparavant que par des fonctions généralistes, à proximité immédiate de la direction (conseil au PDG, secrétariat du conseil d'administration, etc.). Celles qui passent par d'autres départements, au contraire, se limitent rarement à l'un d'entre eux : ce sont en partie les mêmes dirigeants qui sont passés par la production et la vente, ou la production et le contrôle financier. Ce profil de carrières, très pérenne (on le retrouve dans les premières analyses de nos données pour 1956), ne permet pas d'attribuer aisément l'adoption de la valeur actionnariale à un changement de conceptions de contrôle imputable aux premiers pas dans la carrière. En revanche, le contraste entre les trajectoires qui conduisent d'emblée à proximité de la direction générale et les carrières plus longues et plus complexes est partie intégrante du clivage que nous mettons en évidence entre les financiers d'institution et les autres.

Les transformations qui, on l'a vu, affectent les entreprises financières ne sont évidemment pas sans incidence sur la place de ces financiers d'institution dans notre population. Parce que le nombre d'entreprises financières dans le SBF 120 a été divisé par plus de trois entre 1979 et 2009, seulement un gros tiers, et non plus la moitié, des PDG et multi-administrateurs ont été à un moment de leur carrière salariés d'une entreprise financière ; seulement un quart, et non plus 60 %, siègent au conseil d'administration d'au moins une entreprise financière ; seulement 5 %, et non plus 13 %, sont PDG d'une entreprise financière. Les trajectoires des PDG et multi-administrateurs du SBF 120 sont donc, de manière peut-être contre-intuitive, *moins* passées par des entreprises financières en 2009 qu'en 1979.

### **Tableau 6 – Les PDG et multi-administrateurs du SBF 120 en 1979 et 2009**

Pour chaque cohorte, nous étudions un groupe d'environ 280 personnes : les PDG des entreprises du SBF 120 et les administrateurs (ou censeurs, membres de conseils de surveillance, etc.) d'au moins deux de ces entreprises. Des biographies de bonne qualité ont le plus souvent pu être reconstituées, puisque nous trouvons souvent 15 à 20 % de données manquantes, parfois moins, très rarement plus, selon les variables.

En italiques, les variables ou modalités illustratives dans l'analyse des correspondances multiples. Voir l'annexe pour des précisions sur les sources et le codage de certaines variables. Les deux colonnes de droite ne reprennent que des modalités significativement associées au passage comme salarié dans la finance, au seuil de 5 % selon un test de chi-2. Lorsque ces colonnes sont vides, c'est donc que pour la modalité considérée, les financiers ne diffèrent pas significativement de l'ensemble.

(Tableau fourni séparément dans un fichier xls)

**Graphique 4 – Analyse des correspondances multiples spécifique de l'espace des PDG et multi-administrateurs du SBF 120 en 2009**



En dépit de ces transformations qui affectent le nombre de financiers d'institutions, c'est la stabilité qui domine lorsque l'on s'attache à repérer leur position, tout à fait singulière, au sein des élites économiques. Ainsi, une analyse des correspondances multiples spécifique (Le Roux, 1999 ; voir les détails en annexe) menée sur les variables présentées dans le Tableau 6 permet de décrire un espace social polarisé de la même manière en 1979 et 2009 (voir le Graphique 4 pour 2009). Le premier axe, très nettement dominant (37 % de la variance, en taux modifié, en 1979, 40 % en 2009, alors que nous avons plus de 30 variables actives), oppose les dirigeants passés par la finance, notamment mais pas exclusivement énarques, à tous les autres<sup>5</sup>. Le second axe oppose, quant à lui (tout particulièrement en 2009), parmi les non financiers d'institution, les ingénieurs et notamment les polytechniciens, d'une part, et d'autre part les PDG non multi-administrateurs, qui ont fait moins d'études et/ou ont eu des carrières plus complexes. Un inspecteur des finances et un héritier de la haute banque apparaissent donc plus proches entre eux qu'un inspecteur des finances et un polytechnicien, ou bien qu'un héritier de la haute banque et un héritier de la grande industrie.

Les variables qui contribuent le plus fortement au premier axe sont, en 1979, les études de droit, le passage par Sciences Po, par l'inspection des finances et/ou par un cabinet ministériel. En 2009, on a de la même manière le passage par Sciences Po, par l'inspection des finances, l'administration du ministère des Finances (l'ENA étant directement corrélée à ces dernières fonctions, elle est traitée comme variable supplémentaire), un cabinet ministériel, un poste à l'étranger pour l'administration, le fait de n'avoir tenu que des fonctions généralistes avant la direction générale, et d'être administrateur ou dirigeant à la fois d'entreprises financières et non financières ; et, du côté opposé de l'axe, le fait d'être seulement PDG et pas multi-administrateur, de n'être pas pantoufleux, de n'être dirigeant ou administrateur que d'entreprises au capital peu élevé, d'avoir travaillé à l'étranger pour une entreprise étrangère, et d'avoir tenu au moins deux fonctions non généralistes en entreprise, notamment des fonctions commerciales. La modalité qui décrit directement le fait d'avoir été salarié d'une entreprise financière a la cinquième contribution pour 1979, la quinzième seulement pour 2009. Mais toutes les variables fortement contributives sont nettement corrélées avec le passage ou non comme salarié dans la finance.

---

5 Nous avons testé plusieurs répartitions entre variables actives et supplémentaires afin de ne pas surdéterminer cet axe par nos informations sur la finance. L'opposition est extrêmement robuste, alors même que la majorité des variables décrivant le rapport à la finance sont considérées comme supplémentaires.

Le clivage finance/non finance est donc celui qui structure le plus fortement l'espace des élites économiques. Certes, on retrouve, au sein des élites financières, l'opposition classique entre les pantoufleurs et les non pantoufleurs. Les premiers sont ceux qui diffèrent le plus nettement des non financiers (que ces derniers soient polytechniciens, héritiers, ou encore, en 2009, issus de la petite minorité de dirigeants étrangers ou ayant fait la majorité de leur carrière à l'étranger). Ces financiers pantoufleurs ont, au sein des anciens hauts fonctionnaires, des propriétés singulières : issus de l'ENA (auparavant de Sciences Po et/ou d'études de droit) plutôt que de Polytechnique, plus souvent passés par des cabinets ministériels que les polytechniciens (et en général par des cabinets relevant de l'Économie ou des Finances). C'est que les financiers pantoufleurs ressemblent beaucoup aux financiers non pantoufleurs (souvent aussi issus de Sciences Po), bien plus rarement étudiés mais tout aussi centraux dans les évolutions du capitalisme français : pensons, pour 2009, à Vincent Bolloré ou à Denis Kessler. Les financiers d'institution en général ont notamment des carrières qui les mènent plus directement à la direction générale que les non financiers.

#### **Encadré 5 – Finance et non finance, un clivage ignoré**

Comment comprendre que cette opposition si structurante pour les parcours n'ait pas été jusqu'ici décrite dans la littérature ? Cela résulte notamment de la construction des populations à étudier. Pour la France, les prosopographies existantes se sont centrées sur les seuls PDG d'entreprises industrielles, en excluant les entreprises financières, voire le commerce, les transports ou les entreprises de réseaux (Joly, 2007, 2013). La finance était manifestement posée comme un monde à part, mais de ce fait non étudiée. La prendre en compte avec les autres secteurs nous permet de mieux objectiver ses caractéristiques particulières, en particulier en matière de diplômes et de voies d'accès à la direction générale. Par ailleurs, inclure dans l'étude non seulement les PDG, mais aussi les multi-administrateurs, nous conduit à mettre l'accent sur les financiers d'institution, car ceux-ci sont plus nombreux à tenir des positions dans plusieurs conseils d'administration (voir Tableau 6), et notamment dans plusieurs conseils d'administration d'entreprises situées au centre de notre réseau. Réciproquement, Dudouet et al. (2014) trouvent notamment plus d'étrangers que nous, parce qu'ils prennent en compte uniquement les entreprises du CAC 40, mais tous les administrateurs et tous les membres de comités exécutifs, même présents dans une seule de ces entreprises. Enfin, dans cette dernière étude, le tiers des modalités actives (22 sur 57) concerne les études, alors que les carrières ne sont traitées qu'en différenciant entreprise, université et fonction publique. Au contraire, nous nous sommes délibérément attachés à décrire finement les débuts de carrière (avant l'accès à la direction générale), en termes de postes occupés, de secteur des entreprises ou encore de passage par des cabinets ministériels. Or c'est notamment sur ce plan que les financiers d'institution se différencient.

Entre 1979 et 2009, c'est donc la stabilité des propriétés sociales des élites financières qui prévaut. Sans doute les financiers d'institution de 2009 ne se distinguent-ils plus autant

comme une élite issue d'une plus longue reproduction : ils étaient en 1979 plus que les autres nobles, nés à Paris, de pères banquiers ou chefs d'entreprises ; ce n'est plus le cas. Mais leurs trajectoires ultérieures, pour les études et la carrière, restent similaires.

De plus, on les retrouve, comme leurs prédécesseurs, au cœur du réseau constitué par le cumul des positions entre conseils d'administration du SBF 120, comme en témoignent les différents indicateurs de centralité du Tableau 6 (ils sont légèrement plus élevés pour les pantoufleurs parmi les financiers en 1979, mais s'égalisent en 2009 ; à chaque fois, ce sont bien les financiers d'institution dans leur ensemble qui se distinguent des non financiers). Les dirigeants qui ont fait une partie de leur carrière dans la finance, en effet, sont loin de se cantonner à ce secteur. Antoine Bernheim, un des quatre hommes que l'on retrouve à la fois dans nos cohortes de 1979 et 2009, donne un bel exemple de ce type de trajectoire. Fils d'un avocat parisien, licencié en sciences et titulaire d'un diplôme d'études supérieures en droit, il devient dès ses 30 ans associé de la Société française générale immobilière (ex Bernheim frères et fils). Il est ensuite dirigeant chez Lazard et à la compagnie d'assurances La France. Il apparaît dans notre population, en 1979, comme administrateur d'Euromarché (où il représente explicitement la Société d'études financières et techniques) et des Grands travaux de Marseille, ainsi que d'Eurafrance, entreprise de placements et gestion de fonds, et comme censeur de la Sefimeg, entreprise de construction et exploitation d'immeubles locatifs. En 2009, à 85 ans, il cumulait des postes dans les conseils de Bolloré, Eurazéo, LVMH, Havas et Ciments français.

Si le poids de la finance dans les conseils d'administration des entreprises non financières s'est légèrement érodé depuis 1979, il reste ainsi très important, et d'autant plus notable que l'échange n'est pas réciproque : les non financiers d'institution, eux, sont peu conviés dans les conseils des entreprises financières. Les seules entreprises qui choisissent (ou sont obligées) de se passer complètement de financiers multi-administrateurs dans leurs conseils<sup>6</sup> apparaissent en marge de l'univers des grandes sociétés cotées : elles ont leur siège en province (pour moitié en 1979, encore pour 22 % en 2009), elles sont familiales (un quart en 1979, et un tiers ont un actionariat familial en 2009), elles produisent des biens de consommation (une petite moitié en 1979), elles ont un capital social situé dans le quartile inférieur (pour la moitié en 2009). Les autres entreprises nomment toutes au moins un multi-administrateur issu de la finance dans leur conseil : la présence d'au moins un financier d'institution, en soi, est donc loin d'être une bizarrerie y compris dans les entreprises non financières, que ce soit en 1979 ou en 2009 ; elle témoigne plutôt d'une intégration dans le cœur du capitalisme français. Il n'est en que plus intéressant qu'en 2009, la présence d'un plus grand nombre de ces financiers aille de pair avec la distribution de dividendes plus élevés – alors que ce n'était pas le cas en 1979.

---

6. Soit elles n'ont aucun administrateur présent ailleurs dans le SBF 120, donc nous ignorons tout de leurs biographies ; soit leurs administrateurs qui ont aussi d'autres sièges dans le SBF 120 sont absents de nos sources, ou n'ont jamais été salariés dans la finance. 20 entreprises sont dans ce cas en 1979, 31 en 2009.

## B. L'invention des financiers de fonction

Dans l'ensemble, les trajectoires des financiers d'institution et plus généralement des PDG et multi-administrateurs du SBF 120 changent donc très peu. Un groupe, cependant, fait au premier abord exception. Il s'agit de celui, relativement nouveau, des dirigeants passés par des fonctions financières, au sens large, en entreprise (auditeurs, contrôleurs de gestion, directeurs financiers, etc.), que nous appelons *financiers de fonction*, qu'ils aient exercé dans des entreprises financières ou non financières. Le doublement de leur part, de 14 % à 30 %, soit à peine moins que les financiers d'institution, attire l'attention (Tableau 6), de même que la bibliographie sur leurs homologues états-uniens. Fligstein (1990) et Zorn (2004) suggèrent en effet qu'avoir tenu de telles fonctions avant de devenir PDG incite à réfléchir aux entreprises comme à des portefeuilles d'activités, devant être gérés selon leur rendement et au bénéfice des actionnaires. L'histoire des financiers de fonction français apparaît pourtant un peu différente. Tout d'abord, elle se déroule plus tard, puisque la part des anciens *chief financial officers* était déjà élevée dans les années 1980 aux États-Unis. Ensuite, en 2009, ce ne sont pas eux seuls qui paraissent le plus influencer sur le choix de dividendes élevés : c'est le poids cumulé des financiers de fonction et d'institution qui a l'effet le plus robuste. Enfin, les financiers de fonction ne se distinguent guère, en dehors précisément de leur passage par ces fonctions, de l'ensemble des PDG et multi-administrateurs du SBF 120. Certes, sur la Figure 4, ils apparaissent dans l'ensemble du côté des moins titrés des dirigeants, ni financiers d'institution ni polytechniciens ; mais en réalité, c'est avant tout l'hétérogénéité du groupe qui est marquante.

En 1979, les rares trajectoires passées par des fonctions financières représentaient un sous-ensemble des financiers d'institution : elles en partageaient des traits comme le suivi d'études de droit ou d'économie, ou le passage par les banques d'investissement ; elles étaient même particulièrement cantonnées aux entreprises financières et à leurs conseils d'administration, et ne participaient donc pas vraiment à l'influence de la finance dans les entreprises non financières. Au contraire, en 2009, les carrières des financiers de fonction n'ont pas spécialement lieu dans des entreprises financières. Elles ne se distinguent pas non plus par d'autres traits, sinon le fait de venir un peu plus souvent après un passage par une école de commerce autre qu'HEC (25 %) et/ou un emploi dans une entreprise étrangère à l'étranger (20 %). En dehors du fait qu'ils ne sont que rarement pantoufleurs (27 % tout de même : plus du quart de la noblesse d'État est passée par ce type de fonctions, au lieu de parvenir directement, ou par le biais de positions d'ingénieur, à la direction générale), on peine à trouver des caractéristiques qui différencieraient significativement les financiers de fonction du reste de notre population.

Ni particulièrement centraux ni périphériques dans le réseau des conseils d'administration, ni plus ni moins PDG ou multi-administrateurs que la moyenne, ni plus ni moins présents dans les conseils d'administration des entreprises financières ou non financières, donc ni dominants ni marginaux dans l'espace social que nous reconstituons, les financiers de fonction sont surtout un groupe hétérogène. Leur plus important point commun est finalement le fait d'être passés en général par d'autres étapes au sein de l'entreprise, avant l'arrivée au sommet (70 %). Autrement dit, les financiers de fonction ne sont pas



exclusivement des financiers de fonction : s'il est relativement rare qu'ils aient aussi eu des fonctions commerciales ou de production, ils ont souvent suivi un cursus obligé impliquant la responsabilité d'une zone géographique ou d'une ligne de produits avant d'accéder au monde des comités exécutifs. Le cas de Jean-Marie Grisard l'illustre assez bien. Ce fils d'officier de Marine né à Casablanca, diplômé d'HEC, débute comme attaché de direction à la compagnie minière de Mokta. Il y devient chef du département investissements et études, avant d'être, dans les années 1970, directeur administratif et financier de Minemet, la société de négoce du groupe minier Imétal, puis directeur à Londres d'une autre société du même groupe. Dans les années 1980, il est directeur financier de Francarep (ancienne société pétrolière devenue société d'investissement), puis secrétaire général et enfin, en 2002, directeur général du groupe de distribution Euris. En 2009, il siège dans deux conseils d'administration d'entreprises de grande distribution du SBF 120, Casino Guichard-Perrachon et Rallye.

Seulement un quart des entreprises que nous étudions n'ont en 2009 aucun financier de fonction parmi leurs PDG et multi-administrateurs. Elles sont toutes non financières (souvent dans le secteur des biens de consommation), deux fois plus souvent à actionnariat familial que la moyenne et pour les trois quarts situées à la périphérie du réseau de partage d'administrateurs. Ainsi est-il apparemment préférable – au moins pour une partie des firmes du SBF 120 – d'avoir un PDG et/ou un certain nombre d'administrateurs qui ont connu une socialisation dans des fonctions financières, et ont pu y intérioriser des modes de faire particuliers. Mais cette modalité de carrière est d'autant plus intéressante pour nous qu'elle n'implique pas, contrairement à ce qui a pu être observé aux États-Unis, une reconfiguration générale des trajectoires. Il est simplement acté qu'il est nécessaire d'adjoindre à certaines carrières, sans tellement les modifier par ailleurs, un passage par la fonction financière. Cette nouvelle norme apparaît toute récente : 37 % des financiers de fonction, contre 26 % de l'ensemble de notre cohorte, sont arrivés à la position de directeur général en 1999 ou après. C'est parmi les derniers promus à la tête des grandes entreprises que l'on trouve ce nouveau profil.

### **C. Les lieux de la conversion**

Dans un espace des élites économiques françaises caractérisé par une très grande stabilité, les trajectoires de financiers, elles-mêmes fondamentalement inchangées, apparaissent ainsi déterminantes : leur spécificité constitue le premier clivage qui structure les oppositions au sein de ces élites, à la fin des années 1970 comme à la fin des années 2000. Les financiers d'institution se distinguent notamment des non-financiers en ce qu'ils sont préférés pour siéger à leur conseil par les entreprises financières aussi bien que par les entreprises non financières. Souligner cette préférence peut être cohérent avec l'idée que la période contemporaine, en tant qu'elle est financiarisée, se caractérise par la propension qu'aurait la sphère financière à déborder de son lit pour imposer aux autres secteurs ses acteurs et ses logiques. Mais nous mettons aussi au jour la stabilité de cette préférence : si les financiers occupent une position singulière au sein des élites économiques, ils l'occupent de (très) longue date. Ce qui a changé, c'est pour partie ce que l'on entend par financiers, avec

l'arrivée, à côté des financiers d'institution, de financiers de fonction aux trajectoires par ailleurs peu originales, mais qui ont pu être socialisés, au sein d'entreprises financières ou non, à des modes de faire plus favorables aux actionnaires.

Dans quelle mesure l'analyse des trajectoires des financiers nous renseigne-t-elle sur les lieux possibles de leur conversion – qu'ils tendent ensuite à imposer aux entreprises où ils occupent des positions dominantes –, en dehors de ce passage par les fonctions financières (cette question est abordée de manière plus systématique dans François et Lemercier, à paraître) ? Il ne semble pas, tout d'abord, que l'on puisse faire de l'adoption de la valeur actionnariale par les financiers en place à la fin des années 2000 l'application de principes appris lors de leur formation initiale. Rappelons tout d'abord un fait trivial : entre la fin de la formation initiale (autour de 20-25 ans) et l'accès à des positions exécutives, le temps qui s'écoule est long. L'âge médian du premier accès à une position de directeur général, au sein de notre population, est ainsi de 42 ans. Quant à l'âge médian auquel nous observons, en 2009, nos PDG ou multi-administrateurs, il est de 58 ans – ils sont donc nés autour de 1950. La formation initiale, sans certainement s'effacer entièrement, a eu le temps d'être amendée, remodelée ou subvertie par les expériences professionnelles qui la suivent.

De plus, si l'on se penche sur les lieux où ont été formés les financiers, on ne constate guère d'inflexion spécifique entre nos cohortes observées en 1979 et 2009. On ne peut en particulier faire d'une formation en école de commerce et/ou à l'étranger (en particulier en MBA) la clé de la conversion à la valeur actionnariale (sur le rôle des *business schools* dans la diffusion de la valeur actionnariale aux États-Unis, voir Fourcade et Khurana, 2013). Sans doute y a-t-il davantage de diplômés d'école de commerce en 2009 (un peu plus d'un quart) qu'en 1979 parmi notre population, et elles ont en particulier contribué à la formation des financiers de fonction (19 % ont fréquenté HEC, 25 % une autre école de commerce en France). Mais les financiers d'institution ne sont pas plus nombreux à y avoir été formés que les non financiers. De même, la part des dirigeants formés au moins pour partie à l'étranger s'accroît entre 1979 et 2009 ; mais ils restent très rares, et les financiers d'institution apparaissent nettement *moins* internationalisés que les non financiers : 11 %, contre 15 % des non financiers, ont étudié aux États-Unis ; 5 %, contre 12 % des non financiers (souvent les mêmes), ont un MBA étranger. Les financiers de fonction, eux, sont dans la moyenne pour les MBA, en dessous pour les études aux États-Unis. Ce ne sont donc pas leurs études qui peuvent expliquer à elles seules leur conversion, même si le poids croissant donné à la formation dans des écoles de commerce françaises par la valorisation des fonctions financières a pu y contribuer.

Il serait sans doute plus important de comprendre si une évolution du curriculum à Sciences Po et/ou à l'ENA, qui ont continué à former une bonne partie des financiers d'institution, pourrait avoir joué un rôle – cela impliquerait toutefois que cette évolution ait eu lieu très tôt, au point que cela semble improbable (voir, sur ce point, Kolopp, 2013). En effet, parmi les 42 énarques financiers d'institution et/ou de fonction par exemple, la moitié médiane du point de vue de l'âge a eu 22 ans entre 1955 et 1970. C'est donc le Sciences Po décrit par Bourdieu et Boltanski (1976) comme lieu de production de l'idéologie dominante de l'époque – mettant en avant l'État et sa neutralité – qui est en cause. Or si l'enjeu du

traitement réservé à l'actionnaire est très ancien (on voit classiquement dans l'ouvrage de Berle et Means, 1932, la première expression systématique du conflit entre actionnaires et managers), la formalisation contemporaine de la valeur actionnariale – et sa traduction en principes de gestion – remonte aux années 1970 (Bernstein, 2008 ; London, 2000) et n'a pas été immédiatement intégrée au curriculum, même aux États-Unis (Fourcade et Khurana, 2013).

C'est donc plutôt au cours de leur carrière que s'est opérée la conversion à la valeur actionnariale des dirigeants financiers. De la même manière que ce n'est pas en se formant à l'étranger qu'ils ont été exposés à ses principes, ce n'est pas en travaillant ailleurs qu'en France qu'ils se sont convaincus de leur bien-fondé. En effet, le passage par l'étranger en cours de carrière, plutôt rare dans l'absolu, l'est *tout particulièrement* pour les financiers d'institution : 10 %, contre 19 % des non financiers, ont travaillé à l'étranger pour une entreprise étrangère, et 10 % contre 21 % (souvent les mêmes) pour une entreprise française. Les financiers de fonction qui ont une expérience à l'étranger sont un peu plus nombreux (dans la même proportion que chez les non financiers d'institution) mais restent minoritaires. Si la financiarisation affecte les élites économiques, elle le fait pour l'heure dans un espace social spécifiquement français : ce n'est donc pas à l'étranger, ou du moins pas dans l'effet direct d'un séjour à l'étranger, qu'il faut rechercher les ressorts de la conversion des financiers à la valeur actionnariale.

Il est possible de repérer des points de passage récurrents chez les financiers de 2009, mais ils concernent moins des espaces géographiques que des organisations. Il ne s'agit pas, là encore, d'emplois de salariés chez des investisseurs institutionnels étrangers (cinq cas en Europe, deux hors d'Europe). Ces organisations sont au contraire très directement inscrites dans l'histoire financière française. Il s'agit au premier chef du ministère des Finances (quatorze financiers d'institution et/ou de fonction sont d'anciens administrateurs civils de ce ministère, dix-sept d'anciens inspecteurs des finances) et d'une banque publique, la Caisse des dépôts et consignations (où ont travaillé douze de nos financiers d'institution), mais aussi de deux banques privées (dix sont passés par Lazard, neuf par Rothschild). Alors que les autres parcours de financiers traversent des entreprises très diverses, ces concentrations sont notables, d'autant qu'elles diffèrent de celles observées en 1979, qui soulignaient une fois encore la domination de Suez et Paribas.

On ne peut pas en conclure, évidemment, que seuls ces lieux de début de carrière ont sensibilisé, dans les années 1980 et 1990<sup>7</sup>, ceux qui y passaient à la valeur actionnariale. Du moins les entreprises dans lesquelles les PDG et multi-administrateurs financiers de la fin des années 2000 ont été recrutés de manière privilégiée apparaissent-elles parmi les lieux les plus probables de la conversion à la valeur actionnariale. Plus exactement, cette conversion impliquerait à la fois que ces entreprises et ce ministère aient été un lieu de socialisation aux

---

7 Parmi les financiers d'institution, le moment où la moitié médiane de la population accède à la direction générale se situe entre le milieu des années 1980 et la fin des années 1990. On retrouve ce type de chronologie si on se centre sur les passages dans les trois banques mentionnées. De même, la moitié médiane des pantouflages a lieu entre 1983 et 1993 : c'est pour l'essentiel dans les années 1980 que nos financiers ont travaillé à Bercy (y compris, pour bon nombre d'entre eux, en cabinet ministériel, notamment celui de Jacques Delors en 1981-1984).

nouveaux modes de faire, et que les autres entreprises aient reconnu en ces lieux de bons viviers de PDG et de multi-administrateurs – ce qui, sauf pour les inspecteurs des Finances, était beaucoup moins vrai dans les années 1970. La socialisation à la valeur actionnariale a pu avoir lieu suivant des logiques fort différentes d’une entreprise à l’autre : là où Lazard (notamment dans sa branche new yorkaise) apparaît comme l’un des lieux d’innovation en matière d’opérations de fusion-acquisition et d’OPA hostile (Orange, 2006), la Caisse des dépôts semble davantage, au cours des années 1980, être engagée dans une entreprise particulièrement rapide et délibérée d’acclimatation aux nouvelles règles de fonctionnement des marchés financiers (Lavigne, 1991) – une question qui s’impose aussi, plus globalement, au ministère des Finances, avec la mise en marché de la dette publique au milieu des années 1980 (Lemoine, 2011).

Les quelques remarques qui précèdent n’ont évidemment pas vocation à offrir une description exhaustive du processus de conversion. Le repérage des lieux potentiels de socialisation aux logiques financières en général et à la valeur actionnariale en particulier permet cependant de souligner que cette conversion a lieu pour l’essentiel en France, dans des espaces organisationnels souvent liés à l’État et profondément enchâssés dans l’histoire longue du capitalisme hexagonal.

## **Conclusion**

Le terme de financiarisation décrit-il adéquatement les transformations des grandes entreprises françaises cotées au cours de ces trente dernières ? Si l’on se fonde sur la croissance spectaculaire, de la rémunération des actionnaires de ces firmes depuis les années 1990, il paraît clair que les évolutions que la notion vise à saisir, déjà attestées dans d’autres pays, sont aussi à l’œuvre en France. Dès lors que l’on tente, cependant, d’en élucider les causes en explorant les transformations de l’espace des firmes et des élites économiques, le terme perd de sa pertinence, du fait de sa trop grande généralité et de l’illusion qu’il entretient que les mécanismes de la financiarisation seraient les mêmes dans tous les pays. Sans doute les entreprises financières occupent-elles aujourd’hui une position centrale parmi les plus grandes entreprises françaises – mais elles étaient déjà, trente ans plus tôt, et bien que d’une manière fort différentes, au cœur du SBF 120. De même, la fracture entre trajectoires financières ou non structure l’espace des élites économiques – mais c’était déjà le cas à la fin des années 1970. La sphère financière était très présente à la fin des Trente glorieuses : ce qui s’est joué depuis du côté des frontières et des activités des entreprises, comme des liens qu’elles entretiennent, relève bien davantage d’une recomposition de sa nature que d’un accroissement de son poids. La puissance de la finance, en un mot, n’est pas chose récente, et l’enjeu est bien davantage de comprendre ses transformations que son apparition.

Comment notre description des transformations des entreprises et de la stabilité des trajectoires de leurs dirigeants rend-elle compte des transformations, spectaculaires du partage de la valeur ? Si l’on appelle financiarisation la mise en place de nouveaux (dés)équilibres dans le partage de la richesse, alors on peut conclure qu’elle a suivi en France des chaînes causales très différentes de celles que l’on a pu reconstituer pour les

États-Unis. Ce ne sont pas les recompositions, pourtant très sensibles, des entreprises, ni le poids des actionnaires financiers qui expliquent qu'une attention accrue soit accordée aux actionnaires. Les modes de faire propres à la valeur actionnariales ont dû être intégrés et relayés par la structure, remarquablement stable, des élites économiques françaises. Ce n'est pas, autrement dit, parce que de nouveaux acteurs arrivent au sein des conseils ou à la tête des entreprises que celles-ci attachent une attention croissante aux actionnaires. C'est parce que ces acteurs, qui y étaient déjà présents, y imposent de nouvelles façons de faire. Comme en Allemagne, le schéma est celui d'une *conversion* d'anciens acteurs à de nouveaux modes de faire. Mais à la différence de l'Allemagne, ce ne sont pas les actionnaires qui doivent être convertis pour que change le rapport de force : ce sont des dirigeants dont les propriétés sociales, pour l'essentiel, ne changent pas.

Les financiers d'aujourd'hui diffèrent ainsi peu de ceux d'hier mais, convertis aux principes de la valeur actionnariale, ce sont eux qui imposent aux entreprises ce nouveau partage. La structure élitaire du capitalisme français, déjà identifiée comme l'un de ses traits distinctifs (voir par exemple Schmidt, 1996), constitue l'un des moyeux de ses mutations et non – comme cela lui a été reproché, parfois de très longue date (Landes, 1949) – de son immobilisme. Aux États-Unis, l'avènement de la valeur actionnariale a profondément remodelé les élites en même temps que les entreprises (Mizruchi, 2013). En France, c'est au contraire en endossant des principes qui auraient pu les déstabiliser que les dirigeants transforment à leur profit, et en profondeur, les organisations qu'ils dirigent et le capitalisme qu'elles constituent.

---

### ***Bibliographie***

- Bauer, M. et Bertin-Mouroit, B., 1987, *Les 200*, Paris, Le seuil.
- Bauer, M. et Bertin-Mouroit, B., 1995, *L'accès au sommet des grandes entreprises françaises, 1985-1994*, Paris, CNRS/Boydien.
- Berle, A., et G.C. Means, 1932, *The modern corporation and private property*, New York; Macmillan, 1932.
- Bernstein, P. L., 2008, *Des idées capitales*, Paris, PUF.
- Bertrand, M. et Mullainathan, S., 2001, "Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116 (3), p. 901-932.
- Boltanski, L. et Bourdieu, P., 1976, "La production de l'idéologie dominante", *Actes de la recherche en sciences sociales*, vol. (2), p. 3-73.
- Bonin, H., 1987, *Suez : du canal à la finance, 1858-1987*, Paris, Economica.
- Bonin, H., 2009, "Fashion trends in banking business models since the 1850s", *Business and economic history*, vol. 7, p. 1-24.
- Bourdieu, P., 1989, *La noblesse d'Etat*, Paris, Editions de minuit.
- Bourdieu, P. et Saint Martin (de), M., 1978, "Le patronat", *Actes de la recherche en sciences sociales*, (20-21), p. 3-82.
- Bussière, E., 1992, *Paribas, l'Europe et le monde*, Anvers, Fonds Mercator.
- David, T., E. Davoine, S. Ginalski et A. Mach, 2012, « Elites nationales ou globalisées ? Les dirigeants des grandes entreprises suisses entre standardisation et spécificités helvétiques (1980-2000) », *Revue suisse de sociologie*, 38 (1), p. 57-76.

- Davoine E. et Ravasi C., 2013, « The relative stability of national career patterns in European top management careers in the age of globalisation: A comparative study in France/Germany/Great Britain and Switzerland », *European Management Journal*, vol. 31, n° 2, p. 152-163.
- Delarre, S., 2005, « La reproduction des groupes d'entreprises comme entités socio-économiques stables », *Revue française de sociologie*, vol. 46 (1), p. 115-150.
- Dudouet F.-X., Grémont É., Joly H. et Vion A., 2014, « Retour sur le champ du pouvoir économique en France. L'espace social des dirigeants du CAC 40 », *Revue française de socio-économie*, n° 13, p. 23-48.
- Fiss, P. C. et Zajac, E. J., 2004, "The diffusion of ideas over contested terrain: the (non)adoption of a shareholder value among German firms", *Administrative science quarterly*, vol. 49 (4), p. 501-534.
- Fligstein, N., 1990, *The transformation of corporate control*, Cambridge, Harvard university press.
- Fligstein, N. et Shin, T.-J., 2008, "Valeur actionnariale et transformation des industries américaines (1984-2000)", in London, F., (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris, Presses de sciences po, p. 250-301.
- Fourcade, M. et Khurana, R., 2013, "From social control to financial economics. the linked ecologies of economics and business in twentieth century America", *Theory and society*, vol. 42 (2), p. 121-159.
- François, P. et Lemerrier, C., 2014, "Ebbs and flows of french capitalism", in David, T. et Westerhuis, G., (dir.), *The power of corporate networks*, Londres, Routledge, p. 149-168.
- François, P. et Lemerrier, C., à paraître, "The second financialization in France, or how executives and directors with unchanged financial careers promoted a new conception of control", in Boussard, V. (dir.), *Finance at Work*, Londres, Routledge.
- Ginalski S., 2015, *Du capitalisme familial au capitalisme financier? Le cas de l'industrie suisse des machines, de l'électrotechnique et de la métallurgie au 20e siècle*, Neuchâtel, Alphil.
- Goyer, M., 2006, « Varieties of institutional investors and national models of capitalism: the transformation of corporate governance in France and Germany », *Politics and society*, 34(3), p. 399-430.
- Granovetter, M. S., 2005, "Business groups and social organization", in Smelser, N. J. et Swedberg, R., (dir.), *Handbook of economic sociology, second edition*, Princeton, Princeton university press, p. 429-451.
- Hall, P. et Soskice, D., (dir.), 2001, *Varieties of capitalism*, Oxford, Oxford university press.
- Hautcoeur, P.-C., 1996, "Le système financier français depuis 1945", *Risques*, 25.
- Heemskerck, E., *Decline of the Corporate Community. Network Dynamics of the Dutch Business Elite.*, Amsterdam, Amsterdam University Press, 2007.
- Jensen, M.C., et W.H. Meckling, 1976, « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. », *Journal of financial economics*, vol. 3 (4), p. 305-60.
- Joly, H., 2007, "Les études sur le recrutement du patronat : une tentative de bilan critique", *Sociétés contemporaines*, vol. 68 (4), p. 133-154.
- Joly, H., 2013, *Diriger une grande entreprise au XXIe siècle*, Tours, Presses universitaires François Rabelais.
- Joly H., 2015, « Représentation comparée des banques dans les conseils des groupes industriels en France et en Allemagne au XXIe siècle », *L'entreprise rhénane, mythe ou réalité ?*, P. Lamard et N. Stoskopf éd., Paris, Picard, p. 55-69.
- Kolopp, S., 2013, "De la modernisation à la raison économique", *Genèses*, 93, p. 53-75.
- Krippner, G., 2011, *Capitalizing on crisis. The political origins of the rise of finance*, Cambridge, Harvard university press.
- Lamard, P. et Stoskopf, N., Eds., 2015, *L'entreprise rhénane, mythe ou réalité ?*, Paris, Picard.

- Landes, D., 1949, "French entrepreneurship and industrial growth in the 19th Century", *Journal of economic history*, vol. 9 (1), p. 45-61.
- Lantenois, C. et Coriat, B., 2011, "Investisseurs institutionnels non-résidents, corporate governance et stratégies d'entreprise. Evaluation et analyse à partir d'un panel de firmes françaises et allemandes (1999-2007)", *Revue d'économie industrielle*, vol. (134), p. 51-84.
- Lavigne, A., 1991, « Cent-soixante-quinze ans de bilans : jalons pour une histoire financière de la Caisse des dépôts et consignations », *Revue d'économie financière*, 1, p. 287-317.
- Lazonick, W., 2010, "Innovative business models and varieties of capitalism. Financialization of the U.S. corporation", *Business history review*, vol. 84 p. 675-702.
- Lemoine, B., 2011, *Les valeurs de la dette. L'État à l'épreuve de la dette publique*, thèse de doctorat en sociologie, Mines ParisTech.
- Le Roux, B., 1999, "Analyse spécifique d'un nuage euclidien : application à l'étude des questionnaires ", *Mathématiques et sciences humaines*, (146), p. 65-83.
- Lévy-Leboyer, M., 1979, "Le patronat français, 1912-1973", in Lévy-Leboyer, M., (dir.), *Le patronat de la seconde industrialisation*, Paris, Editions ouvrières, p. 137-188.
- Lordon, F., 2000, "La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale"", *Année de la régulation*, vol. 4 p. 117-165.
- Maclean, M., Harvey, C. et Press, J. *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK*, New York, Palgrave, 2006.
- Méritens, P. de, et Fabry J.,. *La Lyonnaise des eaux, 1880-2000*. Paris: Suez-Lyonnaise des eaux, 2001.
- Mizruchi, M. S., 2013, *The fracturing of the american corporate elite*, Cambridge, Harvard university press.
- Morin F., 1974, *La structure financière du capitalisme français. Situations et transformations*, Paris, Calmann-Lévy.
- Morin, F., 1998, "La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux", *Revue d'économie financière*, vol. 50 p. 111-132.
- Orange, M., 2006, *Ces messieurs de Lazard*, Paris, Albin Michel.
- Podolny, J. M., 2005, *Status signals*, Princeton, Princeton university press.
- Rouban, L., 2014, « La norme et l'institution : les mutations professionnelles des énarques de 1970 à 2010 », *Revue française d'administration publique*, 151-152, p. 719-740.
- Rubach, M. J. et Sebor, T. C., 1998, "Comparative corporate governance: competitive implication of an emerging convergence", *Journal of world business*, vol. 33 p. 167-184.
- Schmidt, V. A., 1996, *From state to market?*, New York, Cambridge university press.
- Steiner, P., 2011, *Les rémunérations obscènes*, Paris, La découverte.
- Swartz, David, 1985, "French Interlocking Directorships: Financial and Industrial Groups", in Stokman, F., Ziegler, R. et Scott, J., *Networks of Corporate Power: A Comparative Analysis of Ten Countries*, Cambridge, Polity Press, p. 184-197.
- Thiveaud J.-M., 1997, « Les évolutions du système bancaire français de l'entre-deux-guerres à nos jours : Spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence », *Revue d'économie financière*, vol. 39, n° 1, p. 27-74.
- Useem, M., 1996, *Investor capitalism*, New York, Basic books.
- Van der Zwan, N., 2014, "Making sense of financialization", *Socio-economic review*, 12 p. 99-129
- Vuillermot, C., 2001, *Pierre-Marie Durand et l'Energie industrielle. L'histoire d'un groupe électrique 1906-1945* Paris, CNRS Editions.
- Zorn, D. M., 2004, "Here a chief, there a chief : the rise of the CFO in the American firm", *American sociological review*, vol. 69 (3), p. 345-364.





## ANNEXE METHODOLOGIQUE

---

### *Définition de la population étudiée*

Pour recueillir des données sur les entreprises du SBF 120 (activités, montant du capital social, ancienneté, localisation, etc.) et les listes de leurs dirigeants et administrateurs, nous avons utilisé

- pour 2009, des informations fournies par Euronext, ainsi que les rapports d'activités des entreprises, disponibles en ligne en 2009 ou 2010, et le *Guide des états-majors* (publié par l'Agefi, édition de 2011) ;
- pour 1979, l'édition de 1980 de *l'Annuaire Desfossés*. Pour les résultats donnés ponctuellement par comparaison sur 1937 et 1956, les éditions de 1938 et 1957 du même annuaire ont été utilisées, selon les mêmes principes ; une liste équivalente au SBF 120 pour ces dates, fondée sur les capitalisations les plus élevées, a été reconstituée grâce aux données de David Le Bris, *Les actions françaises depuis 1854 : analyses et découvertes*, Université d'Orléans, thèse de sciences de gestion, 2011, aimablement fournies par l'auteur. L'actionnariat a été reconstitué sur la base de l'édition 1980 de *Liaisons financières* (Paris, DAFSA).

Nous avons pris en compte les noms des membres du conseil d'administration, conseil de surveillance ou comité des censeurs. Pour 1979, nous avons ajouté, au sein de la « direction » définie comme telle par *l'Annuaire Desfossés*, les directeurs généraux, qu'ils siègent au conseil d'administration ou non (en revanche, nous avons exclu les simples « directeurs », qui ne sont mentionnés que pour certaines entreprises, de même que les secrétaires des conseils d'administration). Pour 2009, la source présente un bien plus grand nombre de noms relevant de la direction (par exemple souvent ceux des directeur financier, responsable des relations avec les actionnaires, responsables par grands produits, etc.). Nous avons préféré assurer une comparabilité entre les dates en saisissant uniquement la composition de l'organe le plus restreint, appelé selon les cas comité de direction, comité exécutif, etc. et correspondant à l'idée d'une direction générale – concrètement, nous avons saisi des directions exécutives composées en général de 2 à 5 personnes, avec des intitulés de fonctions généralistes.

Cela nous fournit plusieurs milliers de noms, utilisés pour définir le réseau des multi-appartenances aux conseils d'administration. Ces multi-appartenances concernent donc les administrateurs au sens strict, mais aussi les dirigeants exécutifs.

Pour choisir les 280 personnes environ dont nous avons recherché systématiquement les biographies, nous nous sommes fondés sur deux critères : il suffit de correspondre à l'un d'eux pour être inclus dans notre liste. Nous avons d'une part inclus toutes les personnes

apparaissant dans notre liste pour deux entreprises différentes (multi-administrateurs, au sens large). Nous avons d'autre part inclus, pour chaque entreprise, le PDG ou, en l'absence de ce titre exact, le dirigeant exécutif le plus haut placé. Dans certains cas, que nous avons essayé de limiter au maximum, nous avons dû inclure deux, voire exceptionnellement trois dirigeants à ce titre, car il n'était pas évident qu'un dirigeant soit plus haut placé qu'un autre (certaines entreprises sont ainsi dirigées par des cogérants).

Les biographies ont été recherchées systématiquement dans les sources suivantes :

- pour 2009, le *Who's who in France* (consulté plusieurs fois dans ce but depuis 2010 ; s'y ajoutent dans quelques cas d'autres sources consultées via Factiva : *AGEFI, Acteurs publics*), le site *LesBiographies.com* (Société générale de presse, dont la couverture est nettement plus large), le *Guide des états-majors* (édition 2011) et les rapports d'entreprises eux-mêmes ;
- pour 1979, les éditions de 1979-1980 et de 1993-1994 du *Who's who*, complétées dans quelques cas par les *Annales des mines* (en ligne) et par Nathalie Carré de Malberg, Michel Margairaz et Fabien Cardoni (dir.), *Dictionnaire historique des inspecteurs des finances 1801-2009*, Paris, IGPDE, 2012.

Ont été également consultés la liste des polytechniciens (en ligne) et les annuaires des anciens de Sciences Po pour 1979 et 2009, ce qui permet de considérer l'information comme exhaustive sur ces deux critères.

### ***Codage de l'actionnariat***

Les principes généraux, concernant la reconstitution de l'actionnariat, sont précisés dans l'Encadré 3. Les codages sont les suivants :

- France, Assurance : Entreprise française d'assurance.
- France, Banque : Entreprise française de banque.
- France, Autre Finance : Entreprise française autre finance (investisseurs institutionnels, gestionnaire d'actifs, etc.).
- France, Non Finance : Entreprise française non financière.
- Europe, Assurance : Entreprise européenne d'assurance.
- Europe, Banque : Entreprise européenne de banque.
- Europe, Autre Finance : Entreprise européenne autre finance (investisseurs institutionnels, gestionnaire d'actifs, etc.).
- Europe, Non Finance : Entreprise européenne non financière.
- Reste du monde, Assurance : Entreprise d'assurance ni française ni européenne.

- Reste du monde, Banque : Entreprise de banque ni française ni européenne.
- Reste du monde, AutreFi : Entreprise autre finance ni française ni européenne (investisseurs institutionnels, gestionnaire d'actifs, etc.).
- Reste du monde, NF : Entreprise non financière ni française ni européenne.
- Autocontrôle : part de la propriété possédée par l'entreprise elle-même.
- Autocontrôle Administrateurs & Dirigeants : part de la propriété possédée par les administrateurs et les dirigeants.
- Autocontrôle Salariés : part de la propriété possédée par les salariés. Il arrive souvent que cette propriété soit médiée par un fonds commun de placement (noté FCP ou FCPE dans la source). Parfois (rarement) la source agrège autocontrôle salariés et dirigeants. Dans ce cas, codé en Autocontrôle Administrateurs & Dirigeants.
- Etat Europe : c'est un Etat européen qui possède directement (rare) ou indirectement
- Etat France : correspond à la possession directe ou indirecte (via l'IFP, par exemple) des actions. Sont mises à part les actions détenues par la caisse des dépôts et par le FSI (considéré comme appartenant au groupe « CDC »), qui sont codés comme « France\_Banque » (pour la CDC) ou comme « France\_AutreFi » pour le FSI.
- Famille : lorsque les propriétaires sont désignés comme des individus (« Mme Duchmol ») ou comme une famille (« Famille Duchmol »).
- Famille Holding : lorsque la structure qui possède les actions est une société holding contrôlée par une famille. C'est beaucoup plus délicat à coder : les situations problématiques ont été tranchées au cas par cas.
- Flottant institutionnel France : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs institutionnels identifiés comme français.
- Flottant institutionnel Europe : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs institutionnels identifiés comme européens.
- Flottant institutionnel EU : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs institutionnels identifiés comme états-uniens.
- Flottant institutionnel Reste du Monde : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs institutionnels identifiés comme étranger non européen.

- Flottant institutionnel Étranger : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs institutionnels identifiés comme étranger sans que l'on sache s'il s'agit d'Européens ou de non-Européens.
- Flottant institutionnel : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs institutionnels dont on ne connaît pas la nationalité.
- Flottant individuel Français : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs individuels (i.e. non institutionnels, et pas non plus dirigeants ou familles propriétaires : des petits porteurs) identifiés comme français.
- Flottant individuel : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des investisseurs individuels (i.e. non institutionnels, et pas non plus dirigeants ou familles propriétaires : des petits porteurs) dont on ne connaît pas la nationalité.
- Flottant Français : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des propriétaires dont on ne connaît pas la nature, mais qui sont français.
- Flottant Etranger : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des propriétaires dont on ne connaît pas la nature, mais qui ne sont pas français.
- Flottant : lorsque la source précise que la propriété est disséminée (« Flottant ») entre des propriétaires dont on ne connaît ni la nature, ni la nationalité.
- Entreprise à actionnariat familial : l'entreprise appartient au quartile supérieur de la distribution de la part de l'actionnariat familial dans l'actionnariat total (>17%).

### ***Identification du centre et de la périphérie du réseau***

La mise en évidence du centre et de la périphérie du réseau s'appuie sur la décomposition en k-cores du réseau dichotomisé au seuil de 1. Un k-core correspond à la portion d'un graphe composée de sommets dont le degré minimal est supérieur ou égal à k : au sein d'un k-core, chaque sommet est relié à au moins k autres sommets de ce même k-core. Cet indicateur met donc en évidence des zones à la fois denses et relativement étendues du réseau. Pour un réseau fortement centralisé avec un centre unique, comme le nôtre, il représente une bonne approximation de cette notion de centre.

Les étapes de l'identification du centre et de la périphérie sont les suivantes. On commence par identifier la liste des huit premiers k-cores au sein du réseau en partant du plus dense trouvé (par exemple, le 20-core, puis le 19-core, etc.), et on résume les principales

caractéristiques de chacun de ces k-cores : valeur du degré seuil ( $k$ ), taille, densité interne, centralité moyenne des sommets inclus dans le k-core.

L'analyse de l'évolution de la densité interne des k-cores successifs permet, en général, de repérer un effet de seuil, *i.e.* un niveau  $s$  de  $k$  pour lequel la densité chute lorsque que  $k$  devient inférieur à  $s$ . Ce n'est toutefois pas le cas en 1979, sauf à placer les deux tiers de l'effectif au centre du réseau. Dans ce cas, nous calculons un indicateur de densité itérative : nous commençons par identifier cinq sommets au sein du premier k-core tels que la centralité, au sens de Freeman, de ces sommets, soit maximale. Nous introduisons ensuite successivement un 6<sup>e</sup>, puis un 7<sup>e</sup>, etc. sommet par ordre de centralité décroissant. À chaque étape, nous calculons la densité du réseau constitué des  $n$  sommets que nous avons introduits. Lorsque tous les sommets du premier k-core ont été introduits, l'opération est répétée avec les sommets du deuxième, puis du troisième k-core. Le centre correspond aux k-cores pour lesquelles la densité itérative demeure supérieure à 2,5 fois la densité moyenne du réseau complet.

Pour la cohorte de 2009, nous avons testé une autre méthode reposant sur l'identification de block-models, en nous appuyant en particulier sur le logiciel Blocks mis au point par Tom Snijders. La liste des entreprises du centre et de la périphérie était, à un ou deux individus près, la même que celle que nous pouvions identifier avec les k-cores.

### ***Les variables décrivant les individus et l'analyse des correspondances multiples***

Nous avons défini les variables de l'analyse des correspondances multiples afin de donner un poids important au déroulement des carrières, et pas uniquement aux origines et à la formation. Les variables correspondant à la position dans le réseau de conseils d'administration n'ont été utilisées qu'à titre illustratif. La définition des variables et des modalités a dû concilier deux impératifs : d'une part, rendre les analyses sur les deux dates aussi comparables que possible ; d'autre part, tenir malgré tout compte des effectifs changeants pour certaines modalités. Nous avons également veillé à éviter de multiplier artificiellement le poids d'une variable par l'inclusion d'une autre très proche, d'où le nombre de variables illustratives. En particulier, pour contrôler la robustesse de notre résultat concernant l'opposition entre les financiers et les autres, nous avons été extrêmement prudents quant à l'inclusion comme variables actives d'éléments renvoyant directement à la dimension financière des carrières : la plupart des spécifications possibles donneraient *plus* de poids à ce clivage que celle que nous présentons ici.

L'analyse des correspondances multiples a été réalisée avec la bibliothèque GDAtools pour R, créée par Nicolas Robette, qui permet une analyse « spécifique » : celle-ci a été utilisée pour donner à toutes les modalités « information manquante » un statut illustratif. Nous avons ainsi conservé dans l'analyse les individus aux biographies inconnues, car nous connaissons au moins les raisons pour lesquelles ils ont été inclus dans notre liste, c'est-à-dire leur position dans les entreprises du SBF 120 à la date d'observation.

## Quelques précisions sur la source ou le codage de certaines variables

- noblesse apparente : définie par la présence dans les listes d'administrateurs et dirigeants de la particule « de » et/ou d'un titre de noblesse explicite ;
- sexe : déduit du prénom, et des biographies dans les cas ambigus ;
- âge : au moment de l'observation ;
- profession du père, telle que déclarée dans la ou les sources biographiques consultées : banquier inclut d'autres métiers de la finance (assureur, etc.) ; industriel inclut les formules plus spécifiques (maître de forges, etc.) ; les « administrateurs d'entreprises » sont inclus dans les « autres chef d'entreprises », catégorie qui n'inclut que les chefs de *grandes* entreprises ; les enseignants incluent les universitaires ;
- sections ELSP (École libre des sciences politiques) / IEP (Institut d'études politiques de Paris) : « publiques » : principalement « secteur public » ou « finances publiques », occasionnellement « relations internationales », etc. ; « privées » : « finances privées », « économique et financière », etc. ;
- pas d'études de niveau supérieur à la licence : on suppose ici que Sciences Po ou une école de commerce ou d'ingénieur représentent un niveau supérieur ;
- accès à la direction générale : nous notons la première date d'obtention d'une direction générale, ou directement d'un poste de PDG, ou de gérant, etc. ; elle n'intervient pas nécessairement dans une entreprise du SBF 120 ;
- parcours avant l'accès à la direction générale : inconnu ; pas d'activité en entreprise ; accès direct dès l'entrée dans une entreprise ; passage uniquement par une fonction « généraliste » (secrétaire général, directeur général adjoint, etc.) ; passage par une seule fonction non généraliste ; passage par au moins deux fonctions non généralistes différentes. Nous incluons ici les parcours des quelques personnes qui ne sont jamais, ou pas encore à la date de l'observation, arrivées au niveau de directeur général. Nous définissons les fonctions suivantes comme différentes les unes des autres : ingénieur/production ; commerce/marketing ; fonctions financières ; fonctions juridiques ; personnel/ressources humaines ; directeur d'usine/agence ; responsable d'un secteur/d'une ligne de produits ; responsable d'une zone géographique ; consultant ;
- secteur des entreprises où la personne a été salariée : i.e. par exemple ingénieur ou PDG, mais pas président du conseil d'administration ;
- nous utilisons dans tout l'article les secteurs suivants : finance, énergie (hors électricité), entreprises de réseaux (hors électricité), électricité, mécanique (incluant

l'électronique et le conseil), bâtiment et travaux publics (incluant les entreprises qui louent des bâtiments), biens de consommation, industrie lourde ;

- types de banques : on considère comme banque d'investissement celles qui n'ont pas de guichet mais ne relèvent pas de la haute banque (la « haute banque » est la catégorie employée par les sources, qui apparaît assez consensuelle) ;
- dirigeant familial : nous approchons ici cette notion toujours difficile à définir de manière très simple, en considérant comme tels les dirigeants exécutifs ou administrateurs qui portent le nom de l'entreprise et/ou dont le nom de famille apparaît plusieurs fois dans un même conseil d'administration. Par extension, nous qualifions d'entreprises familiales celles qui ont au moins un dirigeant exécutif ou administrateur entrant dans une de ces deux catégories ;
- représente des entreprises et/ou présent en personne : pour 1979 seulement, la source mentionne pour certains sièges qu'ils sont affectés à une entreprise, en donnant le nom de son représentant seulement entre parenthèses ; certains de nos multi-administrateurs siègent parfois dans cette position, tandis que d'autres fois seul leur nom est mentionné ;
- appartient à au moins un conseil d'administration d'entreprise à capital élevé : on considère pour chaque date le quartile supérieur des niveaux de capital social ;
- appartient à au moins un conseil d'administration d'entreprise déjà présente au SBF 120 en 1956 / 1979 : nous prenons en compte les entreprises qui étaient présentes sous un autre nom ;
- les positions dans le réseau d'entreprises renvoient au centre et à la périphérie tels que définis ci-dessus.

## Résultats des analyses

Valeurs propres des premiers axes (taux modifiés) :

1979 : Axe 1 37 %    Axe 2 27 %    Axe 3 11 %    Axe 4 6 %    Axe 5 4 %

2009 : Axe 1 40 %    Axe 2 14 %    Axe 3 9 %    Axe 4 8 %    Axe 5 5 %

Coordonnées et contributions des modalités actives sur les deux premiers axes

*voir le fichier Excel joint*