



THÈSE

En vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par L'UNIVERSITE TOULOUSE 1 SCIENCES SOCIALES
Discipline ou spécialité : SCIENCES DE GESTION

Présentée et soutenue par Ali DARDOUR

Le 18 mai 2009

**Titre : L'INFLUENCE DE LA GOUVERNANCE ET DE LA
PERFORMANCE SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS :**
le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées

Jury

Directrice de recherche : Madame Christiane ALCOUFFE

Professeur émérite à l'Université Toulouse 1

Rapporteurs :

Madame Christine POCHE

Professeur des Universités, IAE de Paris 1 Panthéon
Sorbonne

Monsieur Pierre Yves GOMEZ

Professeur à l'École de Management de Lyon

Suffragant :

Monsieur Jacques IGALENS

Professeur des Universités, IAE Université Toulouse 1

**École doctorale de Sciences de Gestion
Institut d'Administration des Entreprises
Unité de recherche : Centre de Recherche en Gestion**

« L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur ».

REMERCIEMENTS

Toutes les personnes m'ayant permis de mener à bien ce travail sont assurées de ma gratitude.

J'exprime ma plus vive reconnaissance à ma directrice de thèse Madame la Professeur Christiane ALCOUFFE, pour la confiance qu'elle m'a accordée, son soutien constant, ses précieux conseils et sa disponibilité tout au long de ce travail, en me faisant partager son enthousiasme pour la recherche et sa grande expérience. Je souhaite lui manifester la marque de mon profond respect.

Je tiens à remercier la Professeur Christine POCHEZ et le Professeur Pierre-Yves GOMEZ de m'avoir fait l'honneur d'être les rapporteurs de cette thèse. Le regard critique, juste et avisé qu'ils ont porté sur mon travail ne peut que m'encourager à être encore plus perspicace et engagé dans mes recherches. Je remercie le Professeur Jacques IGALENS d'avoir accepté de faire partie de mon Jury.

Mes remerciements les plus sincères s'adressent également aux Professeurs Michèle SABOLY, Isabelle MARTINEZ, Constant DJAMA, Alain ALCOUFFE, Mireille BRUYÈRE, Philippe JEANS-AMANS et Patrice ROUSSEL pour leurs conseils et leurs encouragements.

J'exprime toute ma gratitude à l'ensemble des Professeurs et doctorants membres du Centre de Recherche en Gestion de l'IAE de Toulouse 1 pour leur soutien.

Un remerciement spécial au personnel administratif et au personnel de la bibliothèque universitaire de l'Université Toulouse 1 pour leur disponibilité et leur aide.

Je ne terminerai pas sans adresser un immense merci à ma famille et à Gaëlle pour avoir été présents dans les moments de doute, pour les moments de décompression et pour le soutien qu'ils m'ont apporté durant toutes mes études, et à qui je dois tout.

SOMMAIRE

SOMMAIRE	4
INTRODUCTION GENERALE	6
1. LE CONTEXTE DE LA RECHERCHE.....	12
2. L'OBJET DE LA RECHERCHE	17
3. LES APPORTS DE LA RECHERCHE.....	18
CHAPITRE 1 : LES THEORIES EXPLICATIVES DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS	20
1. LA PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE	20
2. LA PERSPECTIVE POLITIQUE.....	35
3. LA PERSPECTIVE PSYCHOLOGIQUE ET SYMBOLIQUE.....	41
4. CONCLUSION	81
CHAPITRE 2 : LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : LA PERSPECTIVE POLITIQUE	83
1. LES DÉFINITIONS DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	83
2. LA STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS	121
3. CONCLUSION	148
CHAPITRE 3 : LA PERFORMANCE DE LA FIRME ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE	150
1. LA RELATION ENTRE LA PERFORMANCE ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS	150

2. LES COMPOSANTES DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS	164
3. CONCLUSION	196
CHAPITRE 4 : LA MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE ET LES RESULTATS DE L'ÉTUDE EMPIRIQUE	197
1. L'EXPLORATION DU TERRAIN	197
2. LES ÉCHANTILLONS DE LA RECHERCHE.....	202
3. LA DÉFINITION DES VARIABLES	204
4. LA RÉMUNÉRATION DU PREMIER DIRIGEANT	234
5. LA RÉMUNÉRATION DES DIRECTEURS GÉNÉRAUX DÉLÉGUÉS ET DES MEMBRES DU DIRECTOIRE	277
6. CONCLUSION	286
CONCLUSION GENERALE	287
BIBLIOGRAPHIE	295
ANNEXES	322
TABLE DES MATIERES.....	355
LISTE DES TABLEAUX	362
LISTE DES GRAPHIQUES	368
LISTE DES SIGLES	370
RESUME DE LA THESE.....	371

INTRODUCTION GENERALE

La rémunération des dirigeants d'entreprise a donné lieu à de nombreuses études empiriques réalisées pour la plupart dans les pays anglo-saxons (Alcouffe et Alcouffe, 2000). Aux États-Unis, ces études sont favorisées par la disponibilité des données puisque la divulgation de la rémunération individuelle des dirigeants d'entreprise est obligatoire depuis 1934. Au contraire, dans le contexte français, les études empiriques dans ce domaine sont peu nombreuses. Ceci s'explique principalement par le faible nombre de données disponibles jusqu'à une période récente. En effet, avant 2001, la loi exigeait seulement la communication du montant global des rémunérations versées aux cinq ou dix personnes les mieux rémunérées, que l'effectif excède ou non deux cents salariés (art 225-15 du Code de Commerce). A de rares exceptions près, qui font figures de précurseurs en la matière (exemple : Claude Bébéar en 1993 et Jean Peyrelevade en 1999), les dirigeants français ont longtemps cherché à se soustraire à la divulgation de leurs rémunérations. Le premier rapport Viénot I publié en juillet 1995 n'aborde pas la question de la transparence sur la rémunération des dirigeants. Le second rapport Viénot (1999), quant à lui, a recommandé aux sociétés cotées de rendre l'information sur les rémunérations perçues par les dirigeants aisément accessible dans un chapitre spécifique du rapport annuel. Néanmoins, ce rapport n'appelle pas à davantage de transparence sur la rémunération individuelle des dirigeants. Selon ce rapport les « investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension, ne sont pas intéressés tant par la rémunération consentie à chacun des dirigeants que par le coût global de l'équipe de direction générale, avec le souci que ce coût est en rapport avec les performances de la société» (p. 12). Les membres de ce comité, principalement des dirigeants des grandes sociétés, justifient leur position par deux principales raisons. D'une part, « à l'exception de la Suède, aucun pays d'Europe continentale n'impose la révélation de la rémunération individuelle des dirigeants des sociétés cotées ». D'autre part, ils constatent qu'en France « aucune catégorie socio-professionnelle n'est soumise à la publicité individualisée des rémunérations perçues, qui sont considérées comme relevant de la sphère privée ». Le rapport Viénot II (1999) reconnaît explicitement la pression émanant des investisseurs étrangers pour rendre plus transparentes les rémunérations des dirigeants des sociétés françaises cotées.

Il a fallu attendre l'avènement de la loi n° 2001-401 du 15 mai 2001 relative aux Nouvelles Régulations Économiques (ci-après NRE) pour mettre fin au « culte du secret » sur la rémunération des dirigeants qui caractérise la culture technocratique française (Bourdieu 1989). Cette loi impose aux sociétés cotées la divulgation de « la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social » (art. L 225-102 du Code de commerce). Elle rend désormais possible la construction des premières bases de données sur les rémunérations des dirigeants. L'obligation de transparence s'appliquait initialement à toutes les sociétés anonymes, mais la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de Sécurité Financière (ci-après LSF) est revenue sur ce point et a corrigé cette disposition. À partir de cette date, la publication des rémunérations de chaque mandataire social est obligatoire seulement pour les sociétés cotées ou non cotées lorsqu'elles sont contrôlées par une société cotée. La loi LSF introduit également l'obligation au Président du conseil d'administration ou de surveillance de rendre compte devant les actionnaires, dans un rapport joint au rapport annuel et au rapport des comptes consolidés, des conditions d'organisation et de préparation des travaux du conseil et des procédures de contrôle interne.

Le rapport de gestion détaillant la rémunération totale des dirigeants doit être déposé au greffe du Tribunal de commerce. L'information est en principe accessible aux tiers et communiquée au comité d'entreprise. La loi NRE (2001) et la loi LSF (2003) ont été complétées par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (loi Breton)¹ à la suite de « l'affaire » Daniel Bernard, alors PDG du groupe Carrefour. Cette loi renforce les exigences applicables à la rémunération des dirigeants, d'une part, en modifiant le régime de décision d'octroi des rémunérations et, d'autre part, en renforçant l'information des actionnaires sur celles-ci. En effet, la loi Breton (2005) a modifié le Code de commerce pour soumettre au régime des conventions réglementées² les engagements d'octroyer des rémunérations, indemnités ou avantages à un dirigeant (Président directeur général, directeur

¹ Loi Breton n°2005-842 du 26 juillet 2005, publiée au journal officiel du 27 juillet 2005.

² Dans les sociétés anonymes, les conventions réglementées sont soumises à une procédure d'autorisation qui se présente comme suit :

- information du conseil d'administration ou de surveillance par le dirigeant ou l'intéressé,
- autorisation du conseil d'administration préalable à la conclusion de la convention,
- avis donné aux Commissaires Aux Comptes par le Président du conseil d'administration,
- rapport spécial des Commissaires Aux Comptes, à l'Assemblée Générale Ordinaire. Ce rapport est destiné à informer les actionnaires du contenu des conventions : nom des parties, nature, objet, modalités des conventions,
- Approbation des conventions par l'Assemblée Générale.

Notons deux remarques :

- L'intéressé ne peut pas prendre part au vote,
- Le défaut d'approbation n'entraîne pas la nullité de la convention. Mais ses éventuelles conséquences dommageables pour la société sont mises à la charge de l'intéressé.

général ou directeur général délégué, ou membres du directoire dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance) à l'occasion de la cessation ou du changement de ses fonctions. De plus, cette loi impose aux commissaires aux comptes d'attester spécialement dans leur rapport l'exactitude et la sincérité des informations du rapport de gestion concernant les rémunérations des dirigeants³. Ces modifications lèvent les incertitudes pesant sur les rémunérations différées des dirigeants et unifient le régime applicable aux différents mécanismes de rémunération.

Aux Etats-Unis et dans les pays d'Europe, la rémunération des dirigeants de sociétés cotées suscite à intervalles réguliers des débats, qui prennent souvent « un accent polémique signe que les acteurs sont mal à l'aise avec un sujet qui par ailleurs se prête assez bien à la résurgence de querelles idéologiques en tout genre » (Chapas, 2008). En France, depuis la loi NRE (2001), le débat n'a cessé de prendre de l'ampleur, suscitant au gré des scandales, des réactions de plus en plus fortes des différents acteurs sociaux, économiques et politiques. Les conditions de départ et le niveau de rémunération de certains dirigeants de grandes entreprises (Crédit Lyonnais, Vivendi, Carrefour, EADS, Vinci, Eiffage...) soulèvent de nombreuses critiques et posent inévitablement plusieurs questions sur la légitimité de ces rémunérations. Ce contexte de crise de justification de l'inflation de la rémunération des dirigeants a entraîné le législateur français à se doter d'un dispositif juridique, modifié à plusieurs reprises ces dernières années, pour encadrer les pratiques des entreprises et renforcer l'obligation de transparence sur les différents éléments de la rémunération des dirigeants (indemnité de départ, stock-options, retraite chapeau⁴...). L'intervention du législateur est motivée par le

³ Art. 9 de la loi Breton modifiant l'article L. 225-235 du Code du Commerce.

⁴ La retraite chapeau est facultative et s'additionne au régime de retraite de base et au régime de retraite complémentaire légalement obligatoire. Elle est régie par l'article 39 du Code Général des Impôts. Il s'agit d'un régime différentiel par lequel l'entreprise assure au salarié ou au dirigeant de percevoir un montant de retraite prédéterminé généralement exprimé en pourcentage du dernier salaire. De ce montant se déduit la somme des pensions servies par les régimes de retraite obligatoire. Son versement s'étale jusqu'au décès du bénéficiaire. Il peut également s'agir d'un régime additif par lequel l'employeur s'engage à verser une prestation supplémentaire de retraite dont le montant est indépendant des autres pensions servies aux bénéficiaires. Le contrat d'assurance retraite article « 39 » est en principe réservé aux salariés cadres et dirigeants à rémunération élevée. La déduction fiscale des cotisations par l'entreprise est possible sans limitation dès lors que la gestion du contrat est confiée à un organisme extérieur (compagnie d'assurance ou mutuelle). L'exonération des cotisations sociales, de la CSG et de la CRDS est également totale, mais en contrepartie les primes versées sont soumises à une contribution patronale spéciale égale, au choix, soit à 6 % des primes (12 % à compter de 2009 si le contrat est géré par l'entreprise elle-même) ou à 8 % de la fraction de la rente dépassant le tiers du plafond annuel de la Sécurité sociale. Le choix effectué au départ est définitif. Les cotisations ne constituent pas pour le bénéficiaire un supplément de salaire imposable.

Exemple : un dirigeant perçoit un salaire de 1 million d'euros et a signé une retraite chapeau à 60%. Le jour de son licenciement, le total de ses retraites sont de 27 000 euros. La différence : $(0,60 \times 1.000.000 = 600.000) - 27.000 = 573.000$ euros. Cette différence sera versée par l'entreprise directement à son ancien dirigeant, soit chaque année (rente), soit en une seule fois (capital).

souhait de limiter la hausse des rémunérations constatées ces dernières années. En effet, les dispositifs juridiques sont censés diminuer l'asymétrie d'information et améliorer les moyens de contrôle des actionnaires et des autres parties prenantes des rémunérations des dirigeants. Contrairement aux attentes du législateur, la transparence serait à l'origine du phénomène de comparaison nationale et internationale du niveau et de la structure de la rémunération des dirigeants. Mais, les groupes de comparaison retenus sont souvent composés des dirigeants les mieux payés, permettant aux dirigeants de justifier leur rémunération par la nécessité de rattrapage des niveaux les plus élevés pour rester compétitif sur le marché du travail des dirigeants. D'après, Daniel Lebègue, Président de l'Institut Français des Administrateurs (IFA), « la transparence a permis un *benchmarking* qui a poussé vers le haut les salaires des dirigeants français, très inférieurs il y a encore dix ans à ceux des patrons allemands ou anglais. Ce rattrapage n'est pas contestable, ce qui l'est moins, c'est qu'il s'est fait de manière homogène alors que la performance des entreprises a été, elle, très inégale » (Bellan, Les Echos, 31/10/2006, p. 10).

En ce qui concerne la forme de la publicité de la rémunération des dirigeants, il n'existe pas un cadre homogène de présentation des rémunérations individuelles : définitions communes, formats identiques, rappels des données des années précédentes. Le rapport Viénot II (1999) a recommandé aux sociétés cotées de permettre aux actionnaires d'obtenir « une information substantiellement plus pertinente et détaillée de sorte qu'ils aient une connaissance claire tant du coût global de la direction générale de leur groupe que de la politique de détermination des rémunérations qui est appliquée... Cette information donne lieu à une présentation rigoureuse ainsi qu'un format précis » (p. 12). Il préconise aux sociétés d'inclure dans un chapitre spécifique sur les rémunérations des dirigeants trois parties :

La première partie traite de la politique de détermination de la rémunération des dirigeants formant l'équipe de direction générale. Elle détaille également les principes de répartition des fractions fixes et variables des rémunérations, les critères de détermination des parties variables et les règles d'attribution des bonus ou primes. Dans la deuxième partie figure le montant global des rémunérations perçues par les dirigeants au cours de l'exercice écoulé, comparé à celui de l'exercice précédent, et ventilé par masses entre parts fixes et parts variables. La troisième partie est consacrée aux jetons de présence attribués aux mandataires sociaux. Le rapport Viénot II (1999) recommande également de publier les plans d'options de souscription ou d'achat d'actions dans un chapitre qui trouve sa place dans la partie du rapport annuel consacré à la composition et à l'évolution du capital social.

Dans un récent rapport sur la rémunération des dirigeants, publié en octobre 2008, le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) et l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) recommandent aux sociétés cotées de suivre une présentation standardisée sous forme de tableaux des différents éléments de la rémunération individuelle des dirigeants. Aux États-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a élaboré un formulaire très précis, le DEF 14 A, qui impose aux sociétés cotées de communiquer le détail de la rémunération poste par poste, la politique et les pratiques de la société en la matière, le rôle du comité des rémunérations, une présentation des engagements de retraite pris par la société au profit de ses dirigeants et une explication détaillée de chaque mécanisme de rémunération.

En Grande-Bretagne, la loi sur la rémunération des dirigeants promulguée en 2002 prévoit de renforcer la transparence en soumettant le rapport sur la rémunération des dirigeants au vote des actionnaires. Ce rapport doit contenir des données comparatives sur la rémunération des dirigeants des entreprises concurrentes.

En France, la publication de la rémunération concerne les mandataires sociaux de l'entreprise et les dix premiers salariés bénéficiaires des stock-options. La notion de mandataire social n'est pas définie par le législateur. Les travaux parlementaires de la loi NRE (2001) considérant que cette notion « inclut les administrateurs, les membres du directoire et ceux du conseil de surveillance, Président du conseil d'administration, le directeur général, les directeurs généraux délégués et les gérants des sociétés en commandite par actions... » (Rapport Besson, Assemblée nationale, 1^{ère} lecture, n° 2327, article 64). La norme comptable internationale 24 « *Information relative aux parties liées* » (IAS) appliquée pour les périodes comptables ouvertes à compter du 1^{er} janvier 2005 impose de fournir des informations sur la rémunération des principaux dirigeants. Elle précise que les administrateurs non dirigeants font partie des dirigeants principaux. Selon cette norme, les principaux dirigeants sont les personnes ayant l'autorité et la responsabilité de la planification, de la direction et du contrôle des activités de l'entité, directement ou indirectement, y compris les administrateurs (dirigeants ou non) de cette entité.

Par ailleurs, la loi française n'a pas prévu de sanctions spécifiques pour les entreprises concernées en cas d'omission d'informations sur les rémunérations des mandataires sociaux dans leur rapport de gestion.

Au niveau européen, dans le cadre de son plan d'action de 2003, la commission européenne a publié deux recommandations sur la gouvernance des sociétés cotées. La première, en date du 14 décembre 2004, traite de la rémunération des administrateurs de sociétés cotées et recommande notamment une information des actionnaires sur la politique de rémunération

ainsi qu'une information sur les rémunérations individuelles des administrateurs. La seconde, en date du 15 février 2005, est relative au rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées, ainsi que des comités spécialisés du conseil. Elle recommande la création d'un comité des nominations et d'un comité des rémunérations.

Au premier semestre 2008, dix Etats membres de la zone euro, dont la France, disposent de règles législatives censées encadrer les rémunérations des dirigeants, mais celles-ci restent hétérogènes. En Allemagne, seules les sociétés cotées sont contraintes de dévoiler la rémunération de leurs dirigeants exécutifs. La publication de la structure de la rémunération, entre variable et fixe est obligatoire seulement dans neuf pays. En Irlande, aucune règle de transparence ne régit l'attribution d'actions ou de stock-options aux dirigeants impliqués dans des fusions acquisitions. Aux Pays-Bas, la réglementation est devenue sévère. A partir du 01 janvier 2009, les dirigeants néerlandais gagnant plus de 500 000 euros annuels verront leurs primes taxées à 30% si celles-ci dépassent leur salaire annuel net. Par cette loi, le gouvernement néerlandais estime pouvoir assurer la cohésion de la société en limitant les inégalités salariales inexplicables.

De nombreuses études empiriques sur la rémunération des dirigeants ont été conduites aux Etats-Unis depuis les travaux de Taussing et Baker (1925) et Roberts (1956) et plus récemment dans des pays européens. Ces recherches soulèvent des problèmes méthodologiques dans la mesure où toutes les composantes de la rémunération ne sont pas rendues publiques par l'entreprise et qu'en tout état de cause, certains éléments différés posent de redoutables problèmes d'évaluation, notamment les plans de retraites et les options de souscription d'actions (Alcouffe C. 2004). Le cadre théorique emprunté par ces études est principalement celui de la théorie de l'agence. Cette théorie stipule que les contrats portant sur la rémunération constituent un mécanisme essentiel afin d'atténuer les conflits d'intérêts entre les actionnaires et le dirigeant et d'inciter ce dernier à créer de la valeur pour les actionnaires. Selon cette théorie, la rémunération des dirigeants serait liée à la performance de l'entreprise. Or, les résultats des recherches concluent généralement que le lien statistique entre la rémunération des dirigeants et la performance de la firme est faible (Taussing et Baker, 1925 ; Jensen et Murphy, 1990 ; Conyon, Machin et Gregg, 1995). En France, Pigé (1994) a souligné un lien positif mais de faible ampleur. En revanche, Poulain-Rehm (2000) et Albouy (2004) ont annoncé l'absence de lien entre la rémunération et la performance de l'entreprise.

Ces résultats posent l'interrogation sur les déterminants explicites et/ou implicites de la rémunération des dirigeants. Pour cette raison, plusieurs auteurs proposent d'adopter des

perspectives complémentaires à la théorie de l'agence pour mieux expliquer et prédire les déterminants, le processus de décision et les conséquences de la rémunération des dirigeants. Parmi ces auteurs, Barkema et Gomez-Mejia (1998) lancent un appel en écrivant ce qui suit :

« We believe that the current intellectual challenge is not providing further evidence on the statistical relationship between executive pay and firm performance, but rather, exploring the importance of firm performance vis-à-vis other criteria-the market, peer compensation, behavioral criteria, and so on-as well as exploring how the definition, measurement, and relative importance of these criteria depend on a firm's governance structure and on contingencies such as firm strategy, R&D level, market growth, industry concentration and regulation, and national culture. Without this broader perspective, compensation researchers will not arrive at a full understanding of what determines executive compensation » (p. 142).

1. Le contexte de la recherche

Depuis les années 1990, les Etats-Unis et certains pays d'Europe ont connu une succession de scandales qui ont conduit les législateurs et les institutions de régulation à intervenir pour encadrer les pratiques des sociétés commerciales et rétablir la confiance sur les marchés financiers. En France, un des premiers scandales fut celui qui toucha en 1999 le PDG d'Elf Aquitaine, Philippe Jaffré. Alors qu'il avait échoué quant au rachat de Total et qu'Elf fut au contraire absorbée par cette dernière, il bénéficia d'une indemnité de départ de plusieurs millions d'euros. Depuis, de nombreux scandales ont ponctué l'actualité et ont été suivis de l'intervention du législateur à plusieurs reprises.

Ainsi, la loi NRE (2001) a tenté d'instaurer un nouvel équilibre des pouvoirs au sein des sociétés commerciales en modifiant assez profondément les règles de fonctionnement des organes dirigeants. Les principales mesures de cette loi concernent, notamment la possibilité de dissocier, dans les sociétés anonymes, les fonctions de Président du conseil d'administration et de directeur général, ainsi que l'instauration de règles renforcées sur le cumul des mandats sociaux. Cette réforme a également assuré davantage de transparence sur la rémunération totale et les avantages de toute nature versés aux mandataires sociaux.

Moins de deux années plus tard, la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière a été adoptée. Cette loi vise à restaurer la confiance des investisseurs après la chute des cours boursiers entre 2000 et 2002. L'un de ses objectifs est en effet d'améliorer les droits d'information des actionnaires, notamment en matière de gouvernance d'entreprise et de

contrôle interne.

Les mesures conventionnelles de bonne gouvernance d'entreprise mises en place n'ont permis que de manière parcimonieuse d'encadrer les pratiques des sociétés en matière de rémunération de leurs dirigeants. En effet, certains éléments restaient opaques et n'étaient révélés qu'au moment du départ des dirigeants, ce qui a suscité des critiques des acteurs sociaux, économiques et politiques. Ces pratiques ont conduit le législateur, dans la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie :

- à soumettre expressément au régime des conventions réglementées les engagements pris au bénéfice des dirigeants sociaux par la société elle-même ou par toute société qu'elle contrôle ou qui la contrôle, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci ;

- à renforcer la publicité de ces compléments de rémunération, en prévoyant que le rapport de gestion présenté annuellement par le conseil d'administration doit décrire, en les distinguant, les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. Depuis lors, ce même rapport doit également indiquer les engagements de toute nature, pris par la société au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à celles-ci. L'information donnée à ce titre doit préciser les modalités de détermination de ces engagements.

Par ailleurs, il a été constaté l'absence de justification du montant et de la nature de la rémunération fixée par le conseil d'administration, ainsi que l'importante liberté laissée aux bénéficiaires d'actions gratuites ou d'options donnant lieu à l'attribution d'actions pour céder ces titres ou lever ces options. Cette situation a conduit une nouvelle fois le législateur à agir. En effet, la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié et portant diverses dispositions d'ordre économique et social a prévu :

- D'une part, le rapport de gestion doit présenter les principes et les règles arrêtés par le conseil d'administration pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux ;

- D'autre part, le conseil d'administration doit, soit décider que les options ne peuvent être levées ou que les actions ne peuvent être vendues par les intéressés avant la cessation de leurs

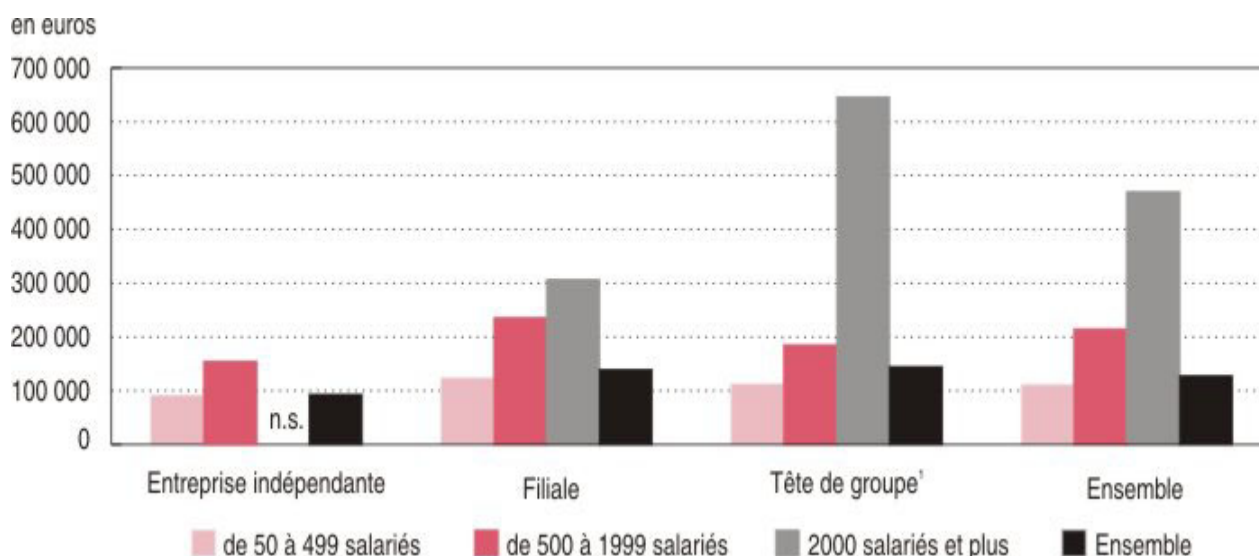
fonctions, soit fixer la quantité des actions ainsi attribuées ou issues de levées d'options qu'ils sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions.

En ce qui concerne les indemnités de départ, plusieurs acteurs, comme l'Institut Montaigne, contestent la légitimité de ce mécanisme puisqu'il est contradictoire avec le principe de révocation « *ad nutum* » d'un mandataire social. Les indemnités de départ sont souvent prévues dans un contrat de travail que conserve le dirigeant lorsqu'il accède au statut de mandataire social au sein du conseil d'administration de la société qu'il dirige. Le sujet de la rémunération des dirigeants s'est immiscé dans la campagne présidentielle de 2007. A titre d'exemple, la candidate socialiste, Ségolène Royal a qualifié l'attribution des indemnités de départ aux dirigeants d'« infraction à la règle morale » (meeting du 26 mai 2006 à Agen). Face à ces critiques, l'attribution des indemnités de départ aux dirigeants d'entreprise a été ciblée par la loi n° 2007 1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat qui « interdit les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéficiaire n'est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société ». Plus récemment, la loi de Finances pour 2009 a plafonné le montant des indemnités de départ (parachutes dorés) déductibles du bénéfice imposable à environ 200 000 euros. Au-delà, elles sont soumises à l'impôt sur les sociétés. Enfin, dans un contexte de crise économique et pour éviter les abus constatés sur les rémunérations de certains dirigeants, le gouvernement français a adopté, le 30 mars 2009, un décret relatif aux conditions de rémunération des dirigeants des entreprises qui bénéficient du soutien exceptionnel de l'Etat, dans les secteurs bancaire et automobile et les entreprises publiques. D'une part, ce décret, applicable jusqu'à fin 2010, interdit l'attribution des stock-options et des actions gratuites aux dirigeants. D'autre part, les entreprises devront encadrer strictement les éléments variables des rémunérations en fonction de critères de performance quantitatifs et qualitatifs préétablis, non liés au cours de bourse. Ces rémunérations variables ne pourront être versées ou attribuées si la situation de l'entreprise « la conduit à procéder à des licenciements de forte ampleur ». Pour les entreprises non concernées par les aides de l'Etat, le gouvernement a demandé au MEDEF de mettre en place un comité des sages qui sera chargé de veiller à ce que les dirigeants mandataires sociaux des entreprises mettant en œuvre un plan social d'ampleur ou recourant massivement au chômage partiel reconsidèrent l'ensemble de leur rémunération.

Par ailleurs, les acteurs sociaux comme les syndicats de salariés critiquent l'important écart entre le salaire moyen des employés d'une entreprise et celui de ses principaux dirigeants. La

rémunération des dirigeants représente un multiple très élevé du salaire moyen des employés de l'entreprise.

Toutefois, les rémunérations jugées excessives concernent principalement les dirigeants de grandes entreprises cotées. L'enquête de l'Insee n°1150 (2007) montre que dans les petites et moyennes entreprises françaises, qui représentent 95% du tissu économique français, le principal dirigeant salarié (souvent entrepreneur) perçoit une rémunération moyenne de l'ordre de 49 000 euros.



Graphique 1 : Salaire annuel net des PDG en 2005 selon la nature et la taille de l'entreprise

n.s : non significatif

1. Pour les têtes de groupes il s'agit de la taille du groupe.

Champ : PDG des SA et SAS de 50 salariés ou plus, hors agriculture, administration, éducation, santé et action sociale, travaillant à temps complet.

Source : DADS, LiFi, Insee, disponible sur le site Internet de l'Insee (www.insee.fr).

Le graphique 1 montre que la forte dispersion des rémunérations est une des principales caractéristiques de la population des PDG en France. La dispersion des rémunérations mesurée par le rapport inter-décile (salaire au-dessus duquel se situent les 10% d'individus les mieux rémunérés rapporté au salaire en dessous duquel se situent les 10% les moins bien rétribués) atteint 4,5 pour les PDG des moyennes et grandes entreprises. En 2005, le premier décile se situe à 212 600 euros pour les PDG. Trois types d'entreprises prévalent : les entreprises indépendantes, les filiales de groupe et les têtes de groupes. Dans les entreprises indépendantes, le salaire annuel du PDG s'élève à 93 000 euros en moyenne alors qu'il avoisine les 140 000 euros pour les deux autres types. Les dirigeants des têtes de groupes, qui

sont les mieux payés, sont également les plus âgés en moyenne (52,5 ans). La rémunération varie en fonction de l'appartenance ou non à un groupe, mais aussi de la taille de l'entreprise dirigée. Selon l'enquête de l'Insee, le facteur discriminant est le secteur d'activité. Ainsi, dans les activités financières et immobilières, les PDG gagnent en moyenne 212 000 euros contre seulement 96 000 euros dans la construction. Le salaire dépend également de l'âge : les PDG de moins de 45 ans gagnent 99 000 euros en moyenne et ceux ayant 55 ans ou plus 148 000 euros.

En France, la rémunération moyenne globale des dirigeants des sociétés a plus que doublé : + 36 % en 2000, + 20 % en 2001, + 13 % en 2002, + 14 % en 2003 et + 10 % en 2004 pour atteindre à cette date un niveau très élevé d'environ 5,6 millions d'euros (Maurice, 2008 ; Rapport Clément n° 1270, 2003). Depuis 2005, la rémunération globale moyenne des dirigeants du CAC 40 a baissé pour atteindre 4,4 millions d'euros en 2006 contre 4,85 millions d'euros en 2005. D'après le 9^{ème} rapport de Proxinvest (2007), cette diminution des rémunérations est en partie expliquée par le renouvellement de génération à la tête des entreprises du CAC 40 qui a conduit des dirigeants, souvent plus jeunes et moins bien rémunérés, à remplacer des PDG partis à la retraite ou qui n'exercent plus que des fonctions de Président du conseil d'administration (non exécutif). Un phénomène qui a fait baisser la moyenne. Une deuxième explication provient du changement de la composition du CAC 40 : les dirigeants d'EDF et GDF qui ont remplacé Casino et TF1 percevaient une rémunération beaucoup plus faible par rapport aux autres dirigeants du CAC 40. Le fléchissement de la rémunération totale est également la conséquence de la diminution de la part des stock-options. Ainsi en 2005, les options ne représentent plus que 38,16 % de la rémunération globale des présidents du SBF 120, contre plus de 50 % en 2004 et même 68 % en 2001 (Les Echos du 13/12/2006). La baisse de la part des stock-options s'explique en partie par les effets du passage aux normes comptables IFRS puisqu'elles sont assimilées à des charges de personnel (norme IFRS 2).

Par ailleurs, sur la période 2003-2007, les cours de bourse ont connu une croissance générale. Ce mouvement haussier succède à une chute considérable des cours sur la période 2000-2002 après l'éclatement de la bulle « Internet ». Le graphique suivant donne un aperçu global de l'évolution de l'indice SBF 250 sur la période allant de 2000 à 2008.



Graphique 2 : Evolution des cours de l'indice SBF 250 sur la période 2000-2008

2. L'objet de la recherche

Cette recherche a pour objet d'étudier la rémunération des dirigeants dans un contexte géographique et culturel différent de la majorité des études sur ce thème : le contexte français. Elle a pour ambition de combiner plusieurs approches théoriques pour expliquer et prédire la rémunération des dirigeants des sociétés cotées. L'approche politique se réfère au cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise. Elle est appréhendée par un ensemble de variables constituant les mécanismes du système de gouvernance qui permettent d'influencer les rapports de force entre l'équipe de direction et le conseil d'administration. L'approche économique représente le socle de la théorie de l'agence. La séparation des fonctions de direction et de la propriété au sein des sociétés peut engendrer des conflits d'intérêts qui affectent la valeur actionnariale de la société. La théorie de l'agence présume une relation positive entre la rémunération du dirigeant et la performance de l'entreprise. Autrement dit la rémunération serait un mécanisme pour aligner les intérêts des actionnaires sur ceux des dirigeants. Enfin, la perspective psychologique met l'accent sur l'impact des interactions entre les conseils d'administration sur la rémunération des dirigeants.

La problématique de recherche peut être principalement résumée par les questions suivantes :

- (1) *Comment les caractéristiques du conseil d'administration influencent-elles le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants ?*
- (2) *Quelle est l'influence de la structure et de la nature de l'actionnariat sur la rémunération de leurs dirigeants ?*
- (3) *La rémunération est-elle particulièrement liée aux caractéristiques du dirigeant ?*
- (4) *Quelle est l'influence de la rémunération des dirigeants sur la performance de l'entreprise ?*

3. Les apports de la recherche

Les recherches françaises sur le thème de la rémunération des dirigeants des grandes sociétés cotées sont très limitées. La littérature est largement dominée par des études anglo-saxonnes. La présente recherche a objectif de contribuer au champ des connaissances sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées en France, à l'émergence de nouvelles études et à développer de nouvelles méthodologies d'analyse des données. Elle étudie les déterminants des différentes composantes de la rémunération des dirigeants : la rémunération fixe, les bonus annuel, les stock-options et les actions gratuites (la rémunération en actions à long terme), la rémunération globale et la part de la rémunération incitative. Les autres composantes différées de la rémunération, notamment l'existence d'un plan de retraite complémentaire et d'une éventuelle prime de départ sont également exposées.

En ce qui concerne la méthodologie, des données longitudinales ont été utilisées malgré les difficultés rencontrées liées à l'indisponibilité des données pour certaines entreprises. En effet, certaines d'entre elles n'ont pas respecté l'obligation légale de publication, en particulier en 2001 et 2002 ou l'information sur la rémunération concerne l'ensemble de l'équipe de direction (montant total non détaillé) ce qui ne permet pas de distinguer la rémunération individuelle de chaque dirigeant.

Pour tester les hypothèses de cette recherche, une base de données contenant les différentes composantes de la rémunération individuelle et nominative des mandataires sociaux des sociétés du SBF 250 pour la période allant de 2002 à 2005 est utilisée. L'étude est menée à partir de deux échantillons homogènes selon la position hiérarchique du dirigeant dans l'entreprise. Le premier échantillon concerne les rémunérations du « premier dirigeant » des Sociétés Anonymes (Président Directeur Général, Directeur Général et Président du

Directoire). Le second inclut les directeurs généraux délégués et les membres du directoire des sociétés du SBF 250 pour la même période.

Les résultats de cette recherche montrent que la rémunération des dirigeants est faiblement liée à la performance de l'entreprise. En revanche, les variables issues de la perspective politique et psychologique semblent mieux expliquer la rémunération des dirigeants. La position du conseil d'administration dans le réseau des liens entre les conseils d'administration affecte positivement le niveau de la rémunération des dirigeants et également le poids de la part incitative dans la rémunération globale. En général, la rémunération croît avec le niveau de dispersion du capital. Toutefois, la participation des investisseurs institutionnels dans le capital n'affecte pas le niveau de la rémunération. Le secteur d'activité explique également le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants. La taille de l'entreprise est le déterminant le plus important de la rémunération ce qui est conforme avec l'ensemble des études antérieures.

Cette recherche s'articule autour d'un chapitre introductif et quatre autres chapitres. Le premier chapitre est consacré à une revue de la littérature des perspectives théoriques empruntées pour expliquer la rémunération des dirigeants d'entreprise. Le deuxième chapitre s'intéresse aux mécanismes de gouvernance d'entreprise et à leur influence sur la rémunération des dirigeants. Le troisième chapitre met l'accent sur le lien entre la performance de l'entreprise et la rémunération des dirigeants. Dans un dernier chapitre, la méthodologie et les résultats de la recherche sont présentés.

CHAPITRE 1 : LES THEORIES EXPLICATIVES DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

Plusieurs travaux sur la rémunération des dirigeants d'entreprise ont été publiés depuis les années 1920. Gomez-Mejia et Wiseman (1997) recensent plus de 300 études, mais le nombre des études est beaucoup plus important ces dernières années et particulièrement depuis l'éclatement de la bulle « Internet » en 2000. Ces études ont été menées principalement dans les pays anglo-saxons et adoptent souvent le cadre conceptuel de la théorie de l'agence selon lequel la rémunération des dirigeants est considérée comme un mécanisme qui permet d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et de les inciter à créer de la valeur actionnariale. Les prédictions de la théorie de l'agence supposent une relation positive entre la rémunération des dirigeants et la performance de la firme. Paradoxalement, les recherches empiriques révèlent un lien faible, voire insignifiant (Jensen et Murphy 1990 ; Kerr et Bettis 1987 ; Tosi, Werner, Katz et Gomez-Mejia, 1998). A titre d'exemple, Tosi et al. (1998) soulignent que les mesures de la performance de l'entreprise expliquent moins de 5% de la variation expliquée de la rémunération des dirigeants. Jensen et Murphy (1990) suggèrent de combiner la théorie de l'agence avec d'autres perspectives théoriques pour expliquer la rémunération des dirigeants. Ainsi, en plus de la perspective économique, se développe la perspective politique qui considère la détermination de la rémunération des dirigeants comme une question de balance de pouvoir entre les dirigeants et les actionnaires de la firme et la perspective psychologique qui s'intéresse à l'influence de la comparaison sociale sur le processus de détermination de la rémunération et par conséquent sont éventuelle déconnexion de la performance de la firme.

1. La perspective économique

La plupart des recherches sur la rémunération des dirigeants a été bien enracinée dans la théorie de l'agence (Fama 1980 ; Fama et Jensen, 1983 ; Jensen et Meckling, 1976). Le package de rémunération est considéré comme un mécanisme de contrôle permettant de réduire les coûts d'agence résultant des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les

actionnaires. Ainsi, la rémunération, comme levier de contrôle et d'incitation, permet de maximiser la valeur actionnariale (Murphy, 1999).

Dans cette section, nous présentons les apports de la théorie de l'agence ainsi que d'autres théories, appartenant à la perspective économique, sur le thème de la rémunération des dirigeants.

1.1. La théorie de l'agence

Berle et Means (1932) dans leur ouvrage « *The Modern Corporation and Private property* » mettent en évidence la prédominance de la firme managériale comme mode d'organisation majoritaire du capitalisme. Cette firme se caractérise par son actionnariat dispersé et par des managers professionnels assurant sa gestion opérationnelle. Jensen et Meckling (1976) prolongent cette analyse et considèrent que la firme est un nœud de contrats (*contracting nexus*) associant la firme et l'ensemble des différents apporteurs de ressources indispensables au fonctionnement de l'organisation. Ils modélisent la relation d'agence en représentant le lien entre l'agent (les dirigeants) et le principal (les actionnaires). Les auteurs définissent une relation d'agence comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent ». La relation principal-agent, dans cette première formulation ne concerne que deux parties, l'une d'elles, le principal (ou le mandant) qui délègue la responsabilité de gérer l'entreprise (ou le droit décisionnel) à l'autre agent (ou le mandataire). Cette définition est à l'origine de l'étude de la relation entre les actionnaires (supposés agir comme principal unique), et le dirigeant (l'agent). La relation d'agence est marquée par la possibilité d'apparition de deux principaux phénomènes : la divergence d'intérêts et l'asymétrie d'information.

1.1.1 La divergence d'intérêts

La divergence entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires peut être expliquée à minima par les raisons suivantes :

- ♦ L'aversion au risque : l'attitude face au risque peut pour le moins être à l'origine des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Le dirigeant travaille souvent dans une seule société au sein de laquelle il développe son capital humain (compétences, connaissances, réseaux, relations personnelles...). Ce capital humain est difficile à diversifier

et à redéployer dans une autre entreprise au cas où le dirigeant perd son emploi. Au contraire, le principal est un investisseur peu averse au risque puisqu'il peut diversifier son portefeuille de titres.

♦ La divergence d'horizon temporel : les décisions du dirigeant peuvent être affectées par la durée de son mandat dans l'entreprise. Les dirigeants ne raisonnent pas sur le même horizon temporel que les actionnaires. Ils agissent en fonction de l'échéance de leur mandat et de la probabilité de son renouvellement. Il peut par exemple préférer investir dans des projets à court et moyen terme au détriment des projets à long terme afin d'améliorer les résultats comptables de la société et pouvoir bénéficier d'une rémunération plus conséquente. Ainsi, lorsque le dirigeant est en fin de carrière, il peut sacrifier un investissement en recherche et développement dont le retour sur investissement est aléatoire et se réalise souvent sur le long terme au profit des projets à court terme (Dechow et Sloan, 1991 ; Smith et Watts, 1992). Toutefois, d'après Ryan et Wiggins (2001) le problème d'horizon temporel n'est pas limité au dirigeant dont l'âge est proche de celui de la retraite, mais il concerne également les jeunes dirigeants qui souhaitent se construire une solide réputation sur le marché du travail des dirigeants. Par conséquent, qu'ils soient jeunes ou âgés, les dirigeants tentent d'atteindre leur but dans un horizon temporel le plus court possible pour signaler leur talent et pouvoir prétendre à des opportunités de carrière dans d'autres sociétés plus prestigieuses. Ryan et Wiggins (2001) affirment que les firmes devraient davantage utiliser la rémunération en actions pour les dirigeants âgés et pour les plus jeunes. Ainsi, les auteurs suggèrent une relation convexe entre l'âge du dirigeant et la rémunération en actions. Cependant, les résultats de leur étude empirique ne supportent pas leurs prédictions.

En outre, les actionnaires sont loin d'être homogènes. Ils n'ont pas le même horizon temporel pour espérer encaisser le rendement de leurs investissements. Certains cherchent le profit à court terme (par exemple les investisseurs spéculatifs) en vendant leurs actions dès qu'ils réalisent une plus-value, alors que d'autres désirent plutôt maintenir sur le long terme la position concurrentielle de la société (par exemple les fondateurs ou encore les actionnaires salariés).

♦ Les bénéfices privés : le dirigeant a la possibilité de prélever une part des ressources de la firme en vue d'une consommation personnelle. En général, le mandataire détient une fraction du capital social ($1/k$) lui permettant de recevoir une part $1/k$ des bénéfices de l'entreprise. Ainsi, en faisant dépenser à son entreprise une somme S le mandataire ne dépense réellement que $(1/k)*S$. Il a donc intérêt à faire supporter ces dépenses, appelées « bénéfices privés », à l'entreprise. Les bénéfices privés ne sont pas nécessairement monétaires, ils peuvent être aussi

d'ordre psychologique : pouvoir, prestige, appartenance à des groupes sociaux influents, etc. Ils peuvent être considérés comme un investissement dès lors que l'on tient compte de la dimension sociale du rôle du dirigeant : le rôle de symbole de l'organisation qu'il gère (Mintzberg, 1984).

1.1.2 L'asymétrie d'information

Le phénomène d'asymétrie d'information est la conséquence de la délégation de la gestion de l'entreprise à des dirigeants professionnels. Naturellement, l'information détenue par le mandataire est plus pertinente que celle détenue par les actionnaires dans la mesure où le dirigeant assume les fonctions de direction opérationnelle. Les contrats signés par ces deux parties sont nécessairement incomplets, parce qu'il n'est pas possible *ex ante* de prévoir l'ensemble des situations qui pourraient se présenter. En effet, d'après Arrow (1965), l'asymétrie d'information engendre deux phénomènes. Le premier « la sélection adverse », ou l'anti-sélection concerne l'incertitude sur la qualité ou les caractéristiques de l'objet d'un échange qui induit la possibilité de fraudes qui, parce qu'elles peuvent être anticipées par les victimes potentielles, débouchent sur des stratégies complexes pour s'en protéger. Dans cette situation, l'actionnaire ne dispose pas nécessairement de toute l'information utile pour définir de manière précise le contrat. Le second « l'aléa moral » concerne des situations dans lesquelles un côté du marché ne peut observer le comportement de l'autre. Dans la relation actionnaire-dirigeant non propriétaire, ce phénomène émane de la difficulté d'observer certaines actions du dirigeant et se traduit par le non respect d'engagements préalables. Ainsi, le principal ne peut savoir si l'agent a agi de manière conforme à ses intérêts, soit parce qu'il éprouve des difficultés à surveiller le comportement des dirigeants, soit parce qu'il est coûteux d'observer ses comportements.

Les conflits d'intérêts et l'asymétrie d'information engendrent trois types de coûts d'agence réduisant ainsi les gains potentiels issus de la coopération entre les individus ou les organisations (Jensen et Meckling, 1976) : les coûts d'obligation, les coûts de surveillance et les coûts résiduels.

Les coûts d'obligation ou d'engagement sont supportés par l'agent pour mettre le principal en confiance. Ces coûts résultent, à titre d'exemple, de la réalisation de rapports financiers ou d'audit. Les coûts de surveillance sont engagés par le principal pour tenter de limiter les conflits d'intérêts avec l'agent. A la différence des deux premiers coûts, les coûts résiduels,

non explicites, représentent la perte résiduelle correspondant à la perte d'utilité subie, à la fois par le principal et par l'agent, liée à la persistance de divergences d'intérêts.

Le problème central auquel s'intéressent les théoriciens de l'agence se pose lorsque le bien-être d'une des parties (le principal) est dépendant de l'action de l'autre (l'agent). Dans ce cas, l'agent est tenté d'exploiter toute asymétrie d'information en sa faveur, ce qui nuit à la fois à l'intérêt du principal et à l'intérêt collectif. Si le principal peut prévoir parfaitement l'ensemble des comportements possibles des parties, il peut associer *ex-ante* une récompense ou une punition à toute action envisagée par l'agent. Ce système de pénalités/incitations permet, s'il est bien conçu, de conduire l'agent à révéler l'information dont il dispose ou à entreprendre des actions conformes à l'intérêt du principal.

La conception des mécanismes d'incitation repose sur deux séries de principes. Le principe de révélation d'information et d'incitation à l'effort repose sur l'idée que les parties peuvent avoir intérêt à ce que le principal sur rémunère l'agent en échange de l'abandon par ce dernier de son avantage informationnel ou de ses conséquences. Le principe de participation volontaire, quant à lui, garantit l'exécution du contrat. Il se traduit par deux contraintes à la base des modèles de la théorie : celle de participation et celle de compatibilité. La contrainte de participation signifie que l'agent n'accepte de contracter que s'il obtient un niveau d'utilité croissant, si son effort s'accroît et si l'utilité qu'il retire de la relation avec le principal est préférable à toutes les autres alternatives. La contrainte de compatibilité se traduit par un système qui permet de faire correspondre la situation la plus désirable pour l'agent avec celle qui l'est le plus pour le principal. Grâce à ce principe, le problème de l'exécution des contrats est endogénéisé puisque les acteurs mettent au point des contrats autoexécutables.

Dans ce cadre d'analyse, les contrats apparaissent comme des dispositifs contingents définissant *ex-ante* un système de récompenses/punitions qui incite les parties à adopter certains comportements. Ce système d'incitation est conforme à l'intérêt des deux parties.

Pour la théorie des coûts de transactions (Williamson, 1994), les agents économiques confrontés à des difficultés de coordination sont rarement dotés de rationalité substantielle (Simon 1976) nécessaire à la mise en place de contrats parfaitement incitatifs et auto exécutaires. En plus de leurs capacités cognitives, l'univers informationnel est rarement complet et l'incertitude peut être radicale (au sens de Knight, 1921). Cela empêche les agents de concevoir des contrats complets au sens où à tout événement est associé une réponse. La théorie des coûts de transaction part de la notion de l'opportunisme et de la nature des actifs (spécifiques ou non) pour décrire les formes de contrats, alors que la théorie de l'agence part des contrats pour mettre en évidence l'existence de l'opportunisme au moment de leur

exécution. En ce sens, la théorie de l'agence complète la théorie des coûts de transaction. Dans le premier cas, les coûts de transaction expliquent la préférence pour une forme particulière de contractualisation (marché ou organisation). Dans le second, les coûts expliquent l'utilisation d'un système de contrôle efficace.

Le contrat de travail d'un dirigeant est une transaction particulière puisqu'elle porte sur un actif spécifique pour l'entreprise. Lorsque les actifs ne sont pas spécifiques, l'échange est instantané et la négociation se fait au coup par coup sur le marché. En revanche, lorsque l'actif est spécifique, l'échange instantané est remplacé par une transaction c'est-à-dire un contrat évolutif : de la négociation antérieure jusqu'au contrôle *ex post* en passant par une recherche d'information. Cela se traduit par des coûts de transaction interne puisque l'entreprise ne peut sous-traiter son management à moins qu'elle considère ce dernier non spécifique et que donc elle opte pour la solution de « faire faire » en achetant des heures de main d'œuvre sur le marché (management intérimaire). La transaction dirigeant/firme est marquée par un soupçon d'opportunisme qui est au cœur du modèle libéral. Cela signifie que les acteurs peuvent être opportunistes⁵ (ils ne le sont pas, mais ils peuvent l'être) puisqu'il est impossible de posséder une connaissance exhaustive du futur au moment de l'échange et que donc il faut prendre des décisions adaptatives et séquentielles. L'incomplétude des contrats signifie que les contrats signés *ex ante* n'épuisent pas toute la relation, les situations futures sont indéterminées et les conflits d'intérêts peuvent être le fait du principal comme de l'agent. Dire que les contrats sont incomplets, c'est reconnaître une place au « hors contrat » dans la coordination, ce qui revient in fine à conclure que la coordination des parties échappe pour partie à l'ordre contractuel. Ainsi, des conflits pourront survenir a posteriori puisque les contractants peuvent entreprendre des actions non conformes aux intérêts des parties. Les agents peuvent être honnêtes, fidèles et loyaux, mais le simple fait qu'ils puissent ne pas l'être suffit à créer le doute. Le soupçon d'opportunisme est moteur d'un processus de suspicion et de surveillance destiné à circonscrire le problème d'agence. Par conséquent, il convient de mettre en place un dispositif de supervision afin d'évaluer les actions du dirigeant. Alcouffe et Alcouffe (1998) distinguent les moyens de contrôle suivants :

- ◆ Incitations : La rémunération monétaire et non monétaire (les opportunités alternatives de carrière et le statut social) représente le mécanisme essentiel du système incitatif des dirigeants pour aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires.

⁵ « Par opportunisme, on entend la recherche d'intérêts personnels qui comporte la notion de tromperie » (Williamson, 1994, p. 70).

♦ Encadrement légal de l'activité de direction : il s'agit des règles d'organisation des pouvoirs entre le PDG et le conseil d'administration ou le conseil de surveillance.

Ces instruments explicites sont complétés par des instruments disciplinaires implicites, autrement dit, des instruments qui échappent au contrôle des actionnaires (exemple : la menace d'une offre publique d'achat hostile).

Charreaux (1997) propose une typologie plus fine des mécanismes de gouvernance qui repose sur deux critères : la spécificité et l'intentionnalité. Un mécanisme est intentionnel s'il a été conçu dans l'objectif de discipliner les dirigeants (les mécanismes réglementaires et légaux). Les mécanismes intentionnels s'opposent aux mécanismes spontanés qui peuvent être des mécanismes de marché par exemple (marché des dirigeants, des prises de contrôle, des biens et services, de la presse...). Les mécanismes spontanés peuvent être spécifiques ou non spécifiques à la firme. Un mécanisme est spécifique à la firme lorsqu'il contribue à discipliner uniquement les dirigeants de cette société. « Ces mécanismes n'agissent pas de façon indépendante. Des phénomènes de substitution et de complémentarité interviennent. La discipline est exercée de façon globale par le système de gouvernance et non individuellement par les différents mécanismes » (Charreaux et Wirtz, 2006, p. 121). Les conflits d'agence sont associés au degré de séparation entre détention de la propriété et détention du pouvoir décisionnel. L'actionnariat du dirigeant est une variable fondamentale, ce qui signifie que si le dirigeant est le principal propriétaire, les autres mécanismes de gouvernance n'ont qu'un rôle marginal, tout au moins dans cette perspective disciplinaire, le dirigeant propriétaire a un intérêt à s'auto discipliner puisqu'il supporte les conséquences de ses erreurs (Charreaux, 2008). En revanche, ces mécanismes retrouvent une fonction plus importante lorsqu'on introduit le conflit entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires. Enfin, lorsqu'il n'existe pas d'actionnaire de référence, les mécanismes spontanés du marché retrouvent leur sens dans l'exercice d'un contrôle sur le dirigeant. Le tableau 1 synthétise l'ensemble des mécanismes de gouvernance identifiés.

Tableau 1 : Typologie des mécanismes de gouvernance

	Mécanismes spécifiques à la firme	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Systèmes formels d'incitation et de contrôle (système de rémunération des dirigeants, conseil d'administration)	Environnement légal et réglementaire
Mécanismes spontanés	Mécanismes informels : surveillance mutuelle entre dirigeants	Marché des dirigeants, marché financier, marché des prises de contrôle, marchés des biens et services.

Source : Charreaux G. (1997)

La vision strictement disciplinaire attribuée aux mécanismes de gouvernance dans la théorie de l'agence fait l'objet de certaines critiques. A titre d'exemple, Charreaux (2000) suggère que le conseil d'administration peut avoir un rôle cognitif en aidant « le dirigeant à construire sa vision, en la confrontant aux modèles mentaux des administrateurs, ou à détecter, sinon à construire des opportunités de croissance ». Le conseil d'administration représente dans ce cas un vecteur de mobilisation de compétences et un mécanisme permettant de mettre à l'épreuve les schémas cognitifs des dirigeants et de prévenir ou de corriger leurs erreurs. Selon cet auteur, l'approche cognitive conduit à étudier les mécanismes de gouvernance en fonction de leur influence sur les dimensions cognitives de création de valeur. Dans cette situation, le rôle des mécanismes de gouvernance n'est pas seulement disciplinaire mais également cognitif.

1.1.3 Les limites de la théorie de l'agence

La séparation totale entre la propriété et la décision évoquée par Berle et Means (1932), si elle est compréhensible dans le système anglo-saxon, caractérisé par une forte dispersion de la propriété entre plusieurs petits porteurs, elle « apparaît sinon erronée, du moins incomplète » pour le contexte français (Charreaux, 2006, p. 94). D'après Charreaux (2006), « l'accent mis sur le rôle d'apporteur de financement des actionnaires conduit à contester la place centrale qui leur est accordée dans la mesure où la part de l'investissement financée par les augmentations de capital réalisées sur les marchés financiers est minime ».

Fama et French (1999) montrent en effet que cette part n'est que de 7,9% aux Etats-Unis sur la période 1951-1996. Et ce phénomène n'est pas isolé puisque Dyck et Zingales (2001) trouvent une proportion du même ordre dans la plupart des nations et sur un horizon historique allant de 1913 à 1999. De plus, la focalisation sur le degré de dispersion du capital ne permet pas de rendre compte de la diversité des structures de l'actionnariat dans le monde. Dans leur étude portant sur la structure du capital dans 13 pays européens, Faccio et Lang (2002) arguent qu'il convient d'analyser plus finement l'identité des actionnaires détenant un bloc de contrôle dans les firmes cotées. Autrement dit, il s'agit de distinguer les familles, les firmes non cotées, les salariés, les Etats, les autres entreprises privées cotées, les mutuelles, les coopératives... Les auteurs remarquent que le pourcentage moyen des firmes dont le dirigeant est un membre de la famille de l'actionnaire dominant est de 68,5% (avec des extrêmes de 80% pour la Belgique et l'Autriche et de 50% pour le Portugal).

Enfin, la perspective exclusivement financière du rôle des actionnaires ne peut que sembler incomplète au vu des phénomènes couramment observés dans la vie des sociétés. Charreaux (2006) cite l'exemple de la participation mutuelle de Renault et Nissan dans leur capital qui selon lui « ne peut se comprendre et s'analyser à partir des seules grilles financières traditionnelles, elle s'explique, au moins en partie, par la contribution cognitive de Renault en terme de vision et de compétence, ce qui dépasse sensiblement le rôle financier de l'actionnaire » (p. 95). L'auteur propose le concept d'asymétrie de connaissances entre un dirigeant et ses actionnaires à la place de l'asymétrie d'information dans l'approche traditionnelle de la gouvernance. L'asymétrie de connaissances est susceptible de faire surgir des conflits d'une toute autre nature que les conflits d'agence managériaux. Ces derniers s'expliquent par la divergence objective des intérêts, alors que les conflits cognitifs résultent « d'une incompréhension mutuelle entre les dirigeants et les autres parties prenantes due à des représentations subjectives divergentes de l'ensemble des opportunités ouvertes à l'entreprise».

La théorie financière se concentre sur les grandes sociétés cotées à actionnariat dispersé. Cette représentation met l'accent sur la relation entre les actionnaires et les dirigeants. L'efficacité du système de gouvernance s'explique par sa capacité à réduire les pertes de richesse pour les actionnaires ou les créanciers. Cependant, en généralisant cette représentation à l'ensemble des parties prenantes, Charreaux et Desbrières (2001) proposent une approche qui conduit à analyser l'efficacité du système de gouvernance en termes de valeur partenariale et non plus de valeur actionnariale comme dans l'approche financière.

Par ailleurs, la théorie de l'intendance de Donaldson (1990) critique l'hypothèse de l'existence de conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Selon cette théorie, les dirigeants sont de bons intendants de l'entreprise et travaillent assidûment pour obtenir de hauts niveaux de profils pour l'entreprise et pour le rendement des actionnaires. Davis et Donaldson (1997) considèrent que les dirigeants sont motivés principalement par un désir de réalisation et de responsabilisation et qu'étant donné le besoin de ces derniers à œuvrer de façon responsable et autonome, les organisations auraient intérêt à les libérer de l'assujettissement aux conseils d'administration indépendants. Cette approche est désignée comme « l'antithèse de la convergence des intérêts » dans la théorie de l'agence (Charreaux, 1997). Selon cette théorie, le conseil pourrait devenir redondant en présence d'un actionnaire majoritaire actif ou quand celui-ci est une famille ou le gouvernement. De plus, les défenseurs de cette approche soutiennent que la nature des individus (intendants ou opportunistes) dépend du contexte institutionnel.

Alchian (1969) quant à lui réfute l'idée selon laquelle la séparation propriété/décisions dans les entreprises managériales entraînerait des comportements d'agents incompatibles avec les intérêts des actionnaires. Alchian (1987) la considère comme une forme d'organisation qui permet des gains de performance du fait des avantages de la spécialisation et de la surveillance. Ces avantages se renforcent par le caractère aliénable des droits. « La propriété dispersée est simplement un genre d'arrangement contractuel possible dans un système de droits de propriété privé » (De Alessi, 1973).

Enfin, dans l'approche disciplinaire, l'expression de la latitude managériale se situe principalement au niveau du choix des investissements, en termes d'aléa, de visibilité, d'horizon ou de spécificité. Le dirigeant est supposé choisir les investissements favorables à ses propres intérêts et les mécanismes de gouvernance ont pour rôle de le contraindre à faire un choix conforme à l'intérêt des actionnaires. Or, la pression exercée sur le dirigeant par les mécanismes incitatifs peut avoir d'éventuels effets pervers ce qui montre Jensen (2005) lorsqu'il analyse l'affaire ENRON. En effet, l'auteur insiste sur les coûts d'agence de la surévaluation entraînés par la mise en place d'un système de rémunérations fondé sur les stock-options.

1.2 La théorie de l'évaluation relative de la performance

Cette approche suggère que l'efficacité d'un contrat de rémunération peut être améliorée en y incorporant une mesure de la performance des autres dirigeants exposés aux mêmes types de

risque d'affaires (Antle et Smith, 1986 ; Gibbons et Murphy, 1992). L'appréciation des critères de performance se fait plus relative : il ne suffit plus à un PDG de performer par rapport au résultat de l'année passée, mais également par rapport à ce que font ses pairs et concurrents. La comparaison des résultats du mandataire avec les autres dirigeants d'entreprise du même secteur d'activité et de taille comparable permet de « filtrer » ce qui relève des aléas communs à tous les dirigeants (risque systématique de marché) et ce qui relève de la performance pure liée aux actions prises par le dirigeant (risque spécifique à la firme). Dans ce sens, Abowd et Kaplan (1999) proposent d'indexer l'attribution des stock-options sur la performance du secteur pour remédier aux attributions non justifiées. L'approche de l'évolution relative de la performance est confrontée à la difficulté du choix du groupe de comparaison.

1.3 La théorie de l'offre et de la demande de travail : le marché des dirigeants

Dans la théorie de l'agence, la rémunération constitue un facteur privilégié d'alignement des intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires. Si la rémunération est entièrement définie par la loi de l'offre et de la demande sur le marché managérial, elle pourrait atteindre des niveaux très élevés, en fonction des compétences reconnues du dirigeant et de son influence sur la performance de la firme. Le niveau de rémunération récompense l'importance des responsabilités assumées et les résultats obtenus. Dans l'étude de Fama (1980), le processus de révision des rémunérations des dirigeants imposé par le marché managérial permet la résolution des problèmes d'incitation des dirigeants. Les alternatives offertes par le marché managérial les motivent à être performants et à valoriser leur capital humain. Cependant, l'incitation est fonction du nombre d'années pendant lesquelles le dirigeant conserve un potentiel pour le marché managérial, elle peut ainsi se réduire lorsque le départ à la retraite se rapproche.

1.3.1 Le marché managérial et le niveau des rémunérations

Certains mécanismes de gouvernance ont fait l'objet de plusieurs études empiriques, notamment les caractéristiques du conseil d'administration. Au contraire, le marché des dirigeants semble être écarté des études, notamment en France où l'existence même de ce marché est souvent mise en doute. En effet, l'accès aux postes de direction des grandes entreprises est principalement réservé à quelques formations élitistes, nécessitant parfois le

passage par un Ministère ou un cabinet ministériel. Nous détaillons les spécificités du marché des dirigeants en France à partir d'une revue des principales études empiriques.

♦ La recherche de Bourdieu (1989)

Bourdieu (1989) a montré que certaines positions des plus importantes du champ économique deviennent accessibles à des personnes dont le fondement de l'autorité et du pouvoir est davantage basé sur la méritocratie du succès scolaire que sur le titre de propriété. Ainsi, son étude portant sur la période 1952 -1972 révèle que « la part des PDG qui ne possèdent aucun diplôme d'enseignement supérieur ou qui n'ont pas fait d'études secondaires ou supérieures ne cesse de décroître, et très fortement » (Bourdieu, p. 461). L'auteur conclut que « la possession d'un capital économique et social suffit d'autant moins à assurer par soi l'accès au pouvoir dans l'entreprise que l'entreprise est plus importante ». Le rôle du diplôme est déterminant du fait qu'il serait révélateur des connaissances, des contacts et de l'appartenance sociale que le dirigeant avait acquis de son institution éducative. L'intégration des grandes écoles favorise le processus de socialisation des étudiants des grandes écoles.

♦ Les travaux de Bauer et Bertin-Mourot (1987)

Bauer et Bertin-Mourot (1987) proposent une typologie des origines professionnelles des dirigeants des 40 plus grandes sociétés cotées à la bourse de Paris pour les années 1981, 1986, 1991, 1996 et 1997. Leurs travaux ont été complétés par ceux de Dudouet et Grémont (2007) qui ont étudié un échantillon de 72 « premiers dirigeants » et de 48 sociétés portant sur les années 2002-2006. Bauer et Bertin-Mourot (1987) distinguent trois types d'autorités légitimes qui ont permis aux dirigeants d'arriver à la tête de leur entreprise : « famille propriétaire » ; « Etat », « carrière ». Le type « Etat » se divise lui-même en deux sous types : « grands corps » (Inspection des finances, Conseil d'Etat, Cours des comptes, Mines, Ponts, Télécoms) ; « Etat non-grands corps » (passage par les cabinets ministériels ou par la haute administration sans appartenir à un grand corps). Dudouet et Grémont (2007) ont effectué les modifications suivantes : le type « Etat » a été renommé « pôle politico-administratif » ou « PPA ». Le type « carrière » ou « entreprise » désigne les dirigeants qui n'appartenant pas aux deux premiers types doivent leur accession à la tête de l'entreprise à leur trajectoire en entreprise. Les auteurs ont ajouté un type « étranger » pour rendre compte des formes d'autorité légitime qui n'appartiennent pas aux modalités françaises de sélection des

dirigeants et que l'on retrouve dans certaines sociétés à direction transnationale telles Dexia ou EADS.

Les tableaux 2 et 3 présentent les résultats des études de Bauer et Bertin-Mouro (1997) et de Dudouet et Grémont (2007) sur les origines des dirigeants du CAC 40 pour la période 1981-2006.

Tableau 2 : Types des dirigeants des 40 premières capitalisations boursières (1981-1997)

Type de N°1	1981	1986	1991	1996	1997
1. Famille propriétaire	43%	45%	23%	26%	20%
2. <i>Grands corps</i>	32%	26%	38%	39%	44%
3. <i>Etat-non grands corps</i>	5%	8%	11%	11%	11%
4. PPA (2+3)	37%	34%	49%	50%	55%
5. Entreprise	20%	21%	28%	24%	25%
6. Etranger					

PPA = Pôle politico-administratif

Source : Bauer et Bertin-Mouro (1997).

Tableau 3 : Types de N°1 des 40 premières capitalisations boursières, 2002-2006

Type de N°1	2002	2003	2004	2005	2006
1. Famille propriétaire	15%	17%	15%	17%	20%
2. <i>Grands corps</i>	37%	32%	34%	41%	41%
3. <i>Etat-non grands corps</i>	10%	10%	10%	7%	5%
4. PPA (2+3)	46%	41%	44%	49%	46%
5. Entreprise	34%	37%	37%	29%	24%
6. Etranger	5%	5%	5%	5%	10%

Source : Dudouet et Grémont (2007).

Les auteurs constatent que la population des dirigeants propriétaires s'est considérablement affaiblie sur la période. Arrivant en tête en 1981 et 1986 avec plus de 40%, elle se situe à partir de 1997 en troisième position avec un taux compris entre 15% et 20% pour 2002-2006. Ce retrait s'explique principalement par l'essor des privatisations dont profite assez peu le capitalisme familial. En effet, jusqu'aux années 1980, le capitalisme privé français est principalement un capitalisme familial, c'est-à-dire dominé par des dirigeants propriétaires. La plupart des entreprises sous contrôle de l'Etat se sont privatisées sans le concours des entreprises familiales. Les privatisations ont donc contribué à l'essor d'un capitalisme privé technocratique aux dépens du capitalisme familial. Ainsi, le recul des dirigeants propriétaires se fait notamment au profit des dirigeants issus du monde de l'entreprise et plus particulièrement des dirigeants issus du pôle politico-administratif dont le score se stabilise

sur la période 2002-2006 entre 41% et 49%. L'essor des dirigeants issus du monde politico-administratif parmi les 40 premières capitalisations boursières s'explique principalement par les vagues de privatisations qui amènent dans le privé leurs contingents de dirigeants liés aux hautes sphères de l'Etat français.

♦ La recherche de Chaabeni (2003)

Chaabeni (2003) a analysé l'origine scolaire d'un échantillon de 522 PDG des 500 premières entreprises françaises, classées selon le chiffre d'affaires de 1999. L'auteur a sélectionné les 6 grandes écoles : Polytechniques (X), Ecole Nationale des Ponts et Chaussées (ENPC), Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris (ENSMMP), Sciences Politiques de Paris et Ecole Nationale d'Administration (ENA). Les dirigeants qui sont passés par la haute fonction publique sont représentés par la lettre « M ». Le tableau ci-dessous présente le nombre de PDG par diplôme et par passage par un Ministère parmi les 458 disponibles.

Tableau 4 : Distribution des 458 PDG selon les institutions fréquentées

Institutions	X	IEP (Paris)	HEC	ENA	ENPC	ENSMMP	M
Nombre de PDG	96	90	80	48	22	39	102

Source : Thèse de doctorat, Chaabeni (2003).

Le tableau 4 montre que la majorité des PDG à la tête des grandes entreprises sont diplômés d'au moins une des 6 grandes écoles sélectionnées. Le passage par un Ministère concerne près de 22% des PDG et passe à 62% parmi les 200 premières entreprises, ce qui représente un atout pour l'accès au poste de premier dirigeant dans les plus grandes entreprises françaises. Il joue un rôle compensatoire pour certains diplômes délivrés par de grandes écoles, en l'occurrence, ENA et Sciences Politiques (Bourdieu, 1989 ; Chaabeni, 2003).

Chaabeni (2003) utilise la classification des niveaux d'entrée dans l'entreprise dirigée de la même façon que ceux établis par Bauer et Bertin-Mourot (1987). Les niveaux d'entrée sont : les fondateurs (arrivés N°1 de l'entreprise qu'ils ont créée), les catapultés (arrivés directement N°1 dans l'entreprise dirigée), les parachutés (arrivés directement comme membre d'une équipe dirigeante), les héliportés (arrivés hors l'équipe dirigeante, mais à un niveau proche de celle-ci, et en tout cas visible d'elle), et les montagnards (arrivés anonymes, à un niveau de cadre supérieur, de cadre ou de technicien. L'auteur a observé les dirigeants des 200 premières entreprises en 1999 pour pouvoir rapprocher ses résultats avec ceux de Bauer et Bertin-Mourot et, ainsi, pouvoir déterminer le sens de l'évolution des niveaux d'entrée dans

l'entreprise dirigée depuis 1985. Le tableau suivant met en évidence l'évolution sur 14 ans des niveaux d'entrée dans l'entreprise dirigée.

Tableau 5 : Evolution du taux des différents types de dirigeants sur 14 ans

Type de N°1	1985	1989	1993	1999
Les catapultés	35%	37%	39%	41%
Les parachutés	19%	19%	22%	33,5%
Les héliportés	22%	27%	25%	9%
Les montagnards	14%	7%	7%	11%
Les fondateurs	10%	10%	7%	5,5%

Source : Chaabeni S. (2003), thèse de doctorat.

Les catapultés et les parachutés représentent plus de 74% des des dirigeants de l'équipe dirigeante en 1999 contre 54% en 1985. Au contraire, les dirigeants montagnards voient leur présence diminuer. Ils étaient 14% en 1985 contre 11% en 1999. Notons que les montagnards n'étaient que 7% à la fin des années 80 et le début des années 90. L'omniprésence des dirigeants catapultés et parachutés s'explique en grande partie par le poids très important des anciens élèves des grands corps de l'Etat (l'Inspection des Finances, la Cour des Comptes, le Conseil d'Etat, le corps diplomatique et préfectoral, le corps des mines et le corps des ponts et chaussées). La sélection s'opère donc avant l'entrée dans la vie professionnelle et tout semble se jouer très tôt dans la carrière d'un dirigeant français.

1.3.2 L'approche disciplinaire du marché des dirigeants

L'existence d'un mécanisme de gouvernance se justifie par la volonté explicite de contrôler ou de limiter l'espace discrétionnaire du dirigeant (Charreaux, 2002a). La compétition entre les sociétés pour attirer les dirigeants les plus talentueux détermine le niveau de rémunération qui va leur être proposé. Murphy et Zabochnik (2004) ont établi un lien entre la hausse des recrutements externes et celle de la rémunération moyenne des dirigeants. De plus, si le marché est efficient, un niveau de compétences supérieur se traduit par un niveau de rémunération plus élevé. La récompense de qualités supérieures par une prime de rémunération du dirigeant a été notamment validée dans les études de Palia (2001), Fee et Hadlock (2003). Ces derniers ont étudié un échantillon composé de dirigeants remplacés dans les sociétés du S&P 500 sur la période allant de 1993 à 1998. Ils montrent que les dirigeants qui réalisaient des performances supérieures dans leur poste précédent voient leur rémunération augmenter avec les nouvelles fonctions. De plus il existe un lien entre le type de

départ et la rémunération du nouveau poste : en cas de départ forcé du dirigeant, les rémunérations sont revues à la baisse. Les études futures permettront de vérifier ce résultat dans le contexte français.

2. La perspective politique

2.1 La théorie de la discrétion managériale

Les études empiriques, effectuées principalement dans le cadre conceptuel de la théorie de l'agence révèlent une association faible entre la variation de la performance et la rémunération et une relation forte entre cette dernière et la taille de la firme (Barkema et Gomez-Mejia, 1998 ; Finkelstein et Hambrick, 1996 ; Gomez-Mejia et Balkin, 1992 et Tosi et al. 1998). De ce fait, les positions des chercheurs sont divergentes. D'un côté, certains d'entre eux adoptent l'approche selon laquelle les dirigeants d'entreprise ont relativement peu d'impact sur la performance de la firme en raison des caractéristiques de l'environnement dans lequel ils évoluent (Liebersohn et O'Connor, 1972). Autrement dit, les actions du dirigeant sont freinées par les contraintes internes et externes. Le dirigeant est perçu comme le chef d'orchestre qui va superviser des actions répondant aux caractéristiques de l'environnement. D'un autre côté, des théoriciens admettent que les choix stratégiques et la performance organisationnelle sont davantage influencés par les visions des dirigeants de l'entreprise (Kotter, 1982 ; Hambrick et Mason, 1984). De par ses qualités et son savoir-faire, le dirigeant est en mesure de saisir les opportunités et d'être une force de proposition dans les choix des meilleures options stratégiques qui auront une forte influence sur la performance de l'entreprise. Le dirigeant est perçu comme un « leader » qui va s'adapter aux caractéristiques de son environnement. Le pouvoir discrétionnaire du dirigeant dépend donc des facteurs de l'environnement interne et externe.

2.1.1 La discrétion managériale dans la théorie disciplinaire de l'agence

La discrétion managériale peut être définie comme la latitude dont dispose les dirigeants d'entreprise dans leur processus décisionnel. Dans la théorie disciplinaire de l'agence, la performance de l'entreprise est d'autant meilleure que les intérêts des dirigeants sont alignés

sur ceux des actionnaires. Dans ce schéma, le rôle du système de gouvernance est de réduire les coûts d'agence associés aux divergences d'objectifs entre actionnaires et dirigeants. Plus l'espace discrétionnaire des dirigeants est réduit, plus le risque de conflits d'intérêts avec les actionnaires diminue et il en résulte une meilleure performance pour les actionnaires. Selon cette logique disciplinaire, la fonction du système de gouvernance est de réduire la latitude managériale au moyen de différents mécanismes de ce système, qu'ils soient intentionnels ou spontanés (Charreaux, 2008). Suivant cette analyse, il apparaît que l'influence des dirigeants sur la performance de l'entreprise est faible puisque leur latitude est limitée. Ce résultat est problématique car souvent les dirigeants justifient leurs rémunérations très élevées par leur influence présumée sur la performance.

2.1.2 La discrétion managériale selon Hambrick et Finkelstein

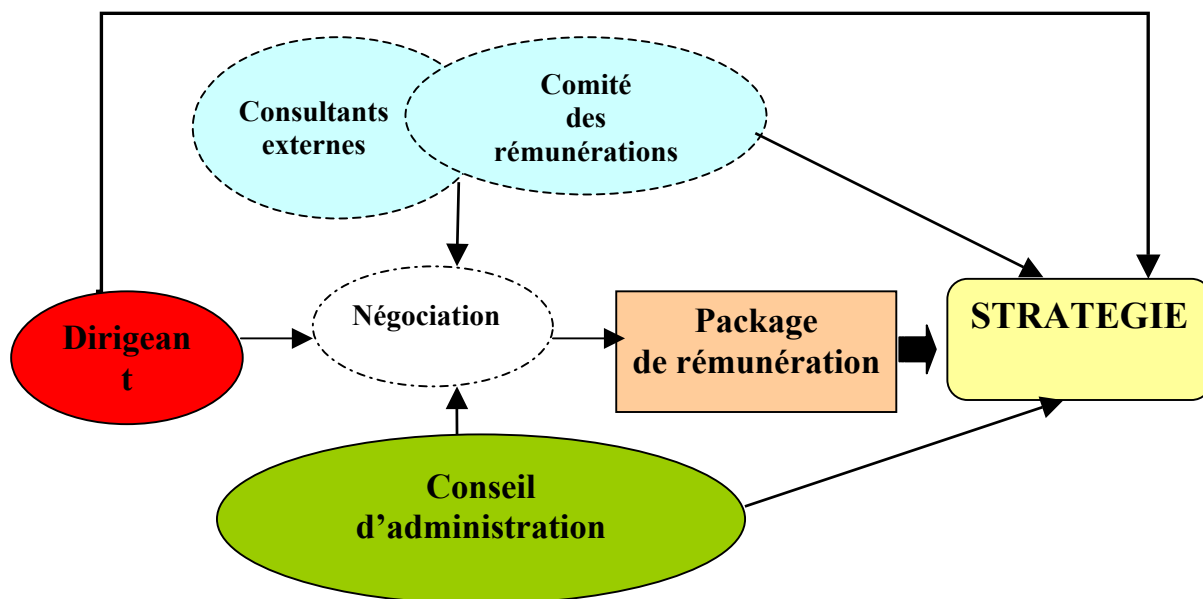
Hambrick et Finkelstein (1987) définissent la discrétion managériale comme le niveau de liberté ou de contrainte rencontré par le management. Les dirigeants ayant la plus grande liberté pour appliquer des décisions avec relativement peu de contraintes peuvent influencer significativement la performance de leur organisation, alors que les dirigeants ayant les plus grandes contraintes et le moins de liberté seront moins capables d'emprunter le même chemin. Murphy (1999) a étudié l'influence de la discrétion sur la rémunération des dirigeants en liant la rémunération du CEO à la rentabilité de l'entreprise et au rendement pour les actionnaires dans les secteurs où la discrétion est basse, moyenne et haute. Il montre que les entreprises des secteurs d'activité dont le niveau de discrétion est moyen, paient leurs CEO davantage que les entreprises des secteurs ayant un haut niveau de discrétion malgré la plus haute rentabilité et le plus haut rendement pour les actionnaires dans ce dernier groupe.

Wright et Kroll (2002) ont continué la recherche sur la discrétion managériale, le lien entre la performance et la rémunération du CEO, le niveau de la discrétion et le contrôle externe. Les auteurs affirment qu' « avec un contrôle actif, la discrétion et la performance peuvent influencer directement la rémunération du CEO et lorsque le contrôle est passif, ni la discrétion ni la performance ne peuvent affecter la rémunération du CEO » (notre traduction) (Wright et Kroll, 2002, p. 212-213).

Finkelstein et Boyd (1998) montrent que le niveau de rémunération des dirigeants dépend de la discrétion managériale qui à son tour dépend des facteurs de contingence (instabilité de la demande, opportunités d'investissement...). Lorsque le niveau de discrétion est plus élevé, la

rémunération doit être plus importante. A titre d'exemple, une entreprise qui adopte une stratégie de diversification de ses activités et dont l'environnement est complexe et en évolution rapide doit fournir à ses dirigeants un niveau élevé de discrétion. Ainsi, leur prise de décision a peu de contraintes, leur comportement et leurs décisions sont très difficiles à déterminer à l'avance, l'impact de leurs actions n'est pas facilement observable et la performance globale de la firme est volatile et difficile à prévoir. Par conséquent, on peut s'attendre à ce que des rémunérations incitatives soient mises en place dans un tel environnement. Ces plans minimisent les coûts de surveillance encourus par les administrateurs et veillent à ce que les dirigeants ne profitent pas de leur latitude managériale (Charreaux, 1996 ; Pochet, 1998) pour se soustraire à leur devoir envers les actionnaires de la firme (Banker, Datar et Maindiratta, 1988). En revanche, une entreprise dont la discrétion managériale est faible devrait favoriser des plans de rémunération moins incitatifs (salaire de base) car les décisions du dirigeant et les résultats sont faciles à prédire et à contrôler par les administrateurs.

Concernant les facteurs de contingence, deux études montrent l'influence du contexte de la firme sur la rémunération des dirigeants. La première, menée par Sanders et Carpenter (1998), est centrée sur l'impact du degré d'internationalisation de la firme sur la rémunération des dirigeants. En effet, selon les auteurs l'asymétrie d'information entre l'équipe de direction et les administrateurs est plus importante dans les entreprises internationales. Pour réduire ce problème d'agence, les firmes internationales se servent des incitatifs à long terme pour promouvoir l'autocontrôle (*self monitoring*) de leurs dirigeants. La deuxième, conduite par Finkelstein et Boyd (1998), s'intéresse au rôle de l'étendue de la discrétion managériale dans les choix stratégiques pour augmenter le niveau de la rémunération. Il existe donc un lien entre la rémunération des dirigeants et la stratégie. Dans le processus de négociation de la rémunération, le dirigeant est influencé par la vision des actionnaires qui sont représentés par le conseil d'administration.



Graphique 3 : Lien entre la rémunération des dirigeants et la stratégie (Gomez, 2008a)

2.2 La théorie de l'enracinement

La thèse de l'enracinement a été développée par Morck, Shleiffer et Vishny à la fin des années 1980. Elle repose sur le postulat du comportement actif du dirigeant dont l'objectif est « d'annihiler ou d'affaiblir les mécanismes de contrôle mis en place par les actionnaires ou les *stakeholders* » (Allouche et Amann, 2002, p. 125). Les dirigeants tentent de mettre en œuvre des stratégies d'influence «...pour accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens à leur disposition, c'est à dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, asymétrie d'information)...» Alexandre et Paquerot (2000, p. 9). L'enracinement présuppose que les moyens de contrôle et d'incitation du dirigeant ne sont pas parfaitement efficaces au sein de la firme, mais également que le dirigeant adopte un comportement opportuniste. L'enracinement des dirigeants peut alors se reposer sur un large éventail de mécanismes. Le conseil d'administration (Paquerot, 1997 ; Pichard-Stamford, 1998), les investissements spécifiques (Schleifer et Vishny, 1989 ; Castanias et Helfat, 1992), la politique d'endettement de la firme (Booth, Million et Tehranian, 2002 ; Isagawa, 2002) et l'actionnariat salarié sont autant de leviers disponibles que le dirigeant peut mobiliser pour détourner les mécanismes de contrôle. Walsh et Seward (1990, p. 447) soulignent que les mécanismes externes de contrôle ne sont activés que si les mécanismes internes s'avèrent inefficaces pour contrôler les

dirigeants. Les stratégies d'enracinement ont alors pour objectif de neutraliser en premier lieu le contrôle interne et en second lieu le contrôle externe (tentatives de prises de contrôle hostiles). Les modèles de recherche ont emprunté deux voies pour expliquer l'activisme managérial. En premier lieu, une voie interne à la firme, basée sur la latitude discrétionnaire du dirigeant, qui propose deux explications contradictoires : le dirigeant cherche à s'enraciner pour exproprier de la rente (comportement inefficace) et l'enracinement est un comportement optimal permettant au dirigeant de créer de la rente (comportement efficace). En second lieu, la voie externe à la firme est centrée sur la stratégie de carrière externe du dirigeant.

2.2.1 L'activisme managérial et l'enracinement

2.2.1.1 L'enracinement et l'expropriation de la rente

◆ Contrôle des informations

Le dirigeant est révocable à tout moment par le conseil d'administration. Pour se prémunir contre ce risque, il peut mettre en place des stratégies pour rendre son éventuelle révocation plus difficile et plus coûteuse pour l'entreprise. A titre d'exemple, le dirigeant peut privilégier des investissements dans des projets dont la rentabilité dépend de l'information spécifique qu'il contrôle et de ses compétences particulières ou dont la performance est moins facilement observable par les autres acteurs. Si les investissements sont idiosyncrasiques, la révocation du dirigeant entraîne, pour les actionnaires, la perte d'une partie de la rente organisationnelle. Si la visibilité de l'investissement est plus faible, les actionnaires éprouvent davantage de difficulté à évaluer l'intérêt d'un remplacement et la pression du marché des dirigeants est moins forte (les dirigeants concurrents sont moins incités à remplacer le dirigeant actuel).

◆ Contrôle des ressources

Les stratégies d'enracinement du dirigeant peuvent avoir comme objectif de contrôler les ressources indispensables au bon fonctionnement de l'organisation. Cet argument s'appuie principalement sur les apports de la théorie de la dépendance envers les ressources (Pfeffer, 1981). Selon cette théorie, les dirigeants ont intérêt à ne pas dépendre des apporteurs de ressources externes et à représenter eux-mêmes un facteur de production difficilement substituable (Charreaux, 1996). Pour les ressources financières, l'autofinancement et l'ouverture du capital à de nouveaux actionnaires sont des mécanismes permettant de

contourner la discipline exercée par les créanciers ou les actionnaires actuels. Plus le dirigeant a accès aux capitaux dont il a besoin librement, plus sa latitude discrétionnaire est importante et plus il est à même de s'enraciner et d'extraire des rentes à son profit (Jensen, 1986 ; Myers, 1990). D'autres ressources non financières, comme le capital social permettent également au dirigeant d'accroître son enracinement et sa latitude discrétionnaire. A titre d'exemple, l'appartenance du dirigeant aux réseaux d'affaires les plus influents lui permet de disposer des ressources stratégiques (informationnelles, financières, commerciales, humaines...).

2.2.1.2 L'enracinement et la création de la rente

Les modèles d'enracinement dans leurs formulations initiales supposent l'inefficacité : le dirigeant est considéré comme un acteur opportuniste cherchant à s'approprier des rentes au détriment des autres parties prenantes et en particulier des actionnaires. Cette vision opportuniste du dirigeant a été contestée par Castanias et Helfat (1992). Ces auteurs posent l'hypothèse que l'enracinement peut être compatible avec le principe d'efficacité. Autrement dit, le dirigeant enraciné devient un créateur de rentes. D'après ces auteurs, le marché des prises de contrôle n'a pas pour rôle de discipliner les dirigeants non performants, mais au contraire permet aux dirigeants des autres firmes d'exproprier les dirigeants performants. Castanias et Helfat (1992) mettent l'accent sur le rôle du capital humain spécifique (Becker, 1964) à la firme des dirigeants dans la création de la rente. Ce capital humain spécifique peut faire l'objet d'une expropriation. Dans cette perspective, les dirigeants ne sont incités à développer leurs capacités managériales et à prendre des décisions stratégiques, créatrices de richesse que s'ils sont protégés contre l'expropriation des rentes managériales censées rémunérer leur investissement en capital humain spécifique. La présence de dirigeants au sein du conseil d'administration est un moyen de préserver ce capital humain spécifique (Castanias et Helfat, 1992). De même, les mesures anti-prises de contrôle hostiles (les parachutes dorés, les coalition d'actionnaires, etc.) ne sont plus vues comme des vecteurs d'enracinement, mais comme des moyens de préserver le capital managérial spécifique et d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, afin que les investissements rentables puissent être entrepris. Contrairement à la théorie de l'agence traditionnelle centrée sur les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et focalisée sur les transferts de rentes et les possibilités d'expropriation, le modèle de la rente managériale met en avant les capacités des

dirigeants à créer des rentes par la qualité de leurs décisions stratégiques et opérationnelles (Charreaux, 1996).

Une dernière approche, citée par Paquerot (1997), suppose que « l'enracinement des dirigeants peut être bénéfique s'il leur permet de se soustraire aux contraintes à court terme que peuvent exercer le marché des prises de contrôle ou les actionnaires. Autrement dit, l'enracinement donnerait aux dirigeants la sérénité suffisante pour maximiser la richesse des actionnaires en leur permettant de procéder à des investissements à long terme ».

2.2.2. L'activisme managérial et la stratégie de carrière externe

Dans cette perspective, l'objectif du dirigeant serait d'accroître la valeur de sa réputation sur le marché des dirigeants pour trouver un poste dans d'autres entreprises plus importantes. Dans ce cas, le comportement du dirigeant consiste à investir en capital humain et à manipuler l'information de façon à pouvoir quitter l'entreprise et à valoriser ses compétences managériales sur le marché des dirigeants. Le dirigeant ne cherche pas à s'enraciner mais plutôt à progresser dans sa carrière hors de l'entreprise. Hirshleifer (1993) montre que l'objectif de maximisation du « capital de réputation » peut être atteint en manipulant l'information portant sur les investissements. L'auteur distingue trois catégories de manipulation. La première vise à améliorer les indicateurs de performance à court terme, de façon à créer un biais de visibilité. La deuxième a pour but d'avancer l'arrivée des nouvelles favorables (exemple : nouvelles commandes importantes) et de retarder celle des défavorables (exemple : retard de livraison). Enfin, la troisième est liée aux comportements d'imitation ou de différenciation, qui consistent soit à copier les décisions des dirigeants les plus réputés, soit à éviter d'être assimilés aux dirigeants les moins compétents (Charreaux, 1996).

3. La perspective psychologique et symbolique

Plusieurs travaux récents sur la gouvernance d'entreprise ont atteint des conclusions similaires à celles de la théorie de l'agence. Dans l'ensemble, l'impact de la structure du conseil d'administration sur la rémunération des dirigeants et la performance de la firme est peu clair étant donné la nature mixte des résultats des études empiriques (Core, Holthausen et Larcker, 1999, p. 375). Dans une meta-analyse de plus de 69 études, Deutsch (2005, p. 424) a conclu que les résultats donnent peu de soutien aux prédictions de la théorie de l'agence sur l'impact de la composition du conseil d'administration sur les décisions qui impliquent des

conflits d'intérêts potentiels entre les dirigeants et les actionnaires. Par conséquent, les études empiriques sur la relation statistique entre la rémunération des dirigeants et la performance de la firme conduisent les chercheurs dans une impasse (Barkema et Gomez-Mejia, 1998, p. 143).

Compte tenu de ce manque de soutien à la théorie de l'agence, plusieurs auteurs considèrent que le conseil d'administration ne sert pas les intérêts des actionnaires, mais plutôt ceux du dirigeant (Bertrand et Mullainathan, 2001 ; Finkelstein et Boyd, 1998 ; Lambert, Larcker et Weigelt, 1993 ; Wade, O'Reilly et Chandratat, 1990 ; Westphal et Zajac, 1995). En effet, le dirigeant est en mesure d'influencer les décisions prises par le conseil d'administration ou son comité des rémunérations de manière à servir ses propres intérêts (Bebchuk et Fried, 2004, p. 2). Selon la perspective du pouvoir managérial, la rémunération du dirigeant serait plus élevée et sa sensibilité à la performance serait plus faible dans les entreprises où le dirigeant a plus de pouvoir par rapport aux administrateurs (contrôle de l'agenda et de l'ordre du jour des réunions du conseil, cooptation de plusieurs administrateurs par le directeur général, contrôle des informations, etc). La rémunération ne représente plus une solution aux problèmes d'agence. Elle est perçue comme une partie de ces problèmes.

Toutefois, la perspective politique n'est pas proposée pour remplacer la théorie de l'agence, mais pour montrer que les pratiques de rémunération ne peuvent être expliquées par les seuls contrats optimaux. En plus de ces approches, la rémunération des dirigeants peut être expliquée par l'approche symbolique. Cette approche est défendue par une multitude de théories parmi lesquelles nous retenons (3.1) la théorie de la comparaison sociale et (3.2) la théorie de tournoi.

3.1 La théorie de la comparaison sociale

Le processus de détermination de la rémunération des dirigeants s'appuie sur les délibérations d'un petit groupe de personnes (le conseil d'administration, le comité des rémunérations et ses conseillers externes). Ces délibérations sont soumises aux processus de la psychologie sociale⁶ dont les deux principaux fondamentaux sont la réciprocité et l'influence sociale (O'Reilly et al. 1988).

⁶ La psychologie sociale peut être définie comme l'étude scientifique de la façon dont les pensées, les sentiments et les actions des individus sont influencés par la présence, réelle ou imaginaire, d'autres personnes. Les individus sont influencés soit par des tentatives directes de persuasion, soit de façon plus indirecte par la présence d'autres personnes ou la transmission de valeurs culturelles.

La réciprocité est une norme qui joue un rôle important dans le développement de relations d'échange social et économique en perpétuant le respect des obligations et en renforçant le sentiment d'obligations réciproques. Dans le cas de la rémunération des dirigeants, les bénéfices de la réciprocité sont principalement matériels. Ils facilitent l'accès au poste d'administrateur (statut) et aux avantages financiers liés à ce statut (rémunérations). La nomination d'un administrateur au sein d'un conseil d'administration crée un sentiment d'obligation réciproque : l'administrateur est redevable vis-à-vis de celui qui l'a nommé (Lorsh et MacIver, 1989 ; Westphal, 1998). La réciprocité peut avoir un rôle négatif et un rôle positif. Le rôle négatif se manifeste lorsque la réciprocité favorise la couverture des mauvaises performances (Porac, Wade et Pollock, 1999 ; Wade, Porac et Pollock, 1997) et la faible transparence sur l'activité de l'entreprise (Abrahamson et Park, 1994). Le rôle positif est que la réciprocité permet de renforcer les liens sociaux et par conséquent le conseil d'administration peut agir comme un expert et un conseiller au service du directeur général.

L'influence sociale a été définie par Milgram (1974, p. 175) comme suit : « l'influence sociale a lieu quand un groupe signale de manière tacite ou explicite quelles attitudes et actions sont appropriées et acceptables ou ne le sont pas » (notre traduction). Dans un conseil d'administration, les administrateurs observent les autres pour déterminer quelles attitudes et actions appropriées sont à adopter (Festinger, 1954), ce qui facilite le processus de comparaison sociale. La proximité démographique est un facteur de l'intensité du phénomène d'influence sociale. Elle est souvent appréhendée par la proximité des âges, des parcours de formation et de l'origine sociale et géographique des dirigeants (Westphal et Zajac, 1995 ; Tsui et O'Reilly, 1989 ; Main, O'Reilly et Wade 1995, Bauer et Bertin-Mouro, 1987 ; Chaabeni, 2003). Ezzamel et Watson (1998) montrent que les dirigeants peuvent négocier leur rémunération en prenant comme référence celle des dirigeants les mieux payés dans des entreprises similaires. Le critère de « groupe de référence » est un construit social (Dunlop, 1957) dont la définition peut dépendre de la composition du conseil ou de son comité des rémunérations. Les membres du comité des rémunérations peuvent eux-mêmes se positionner comme une « référence », s'ils sont dirigeants dans d'autres firmes (O'Reilly et al. 1988 ; Belliveau et al. 1996) ou ils peuvent choisir les dirigeants des firmes les plus performantes.

Le phénomène de comparaison sociale peut être favorisé par les liens sociaux entre les sociétés. Il semble important de pouvoir étudier ces liens formels et pouvoir tester leur influence sur le niveau et la structure des rémunérations dans le contexte français.

3.1.1 Les réseaux sociaux et la rémunération des dirigeants

La théorie des réseaux sociaux suggère que les interactions entre acteurs sont un moyen d'échange d'informations créant un environnement générant des opportunités et des contraintes à leurs actions (Wasserman et Faust, 1994, p. 4). Cette théorie considère les relations sociales en terme de nœuds et de liens. Les nœuds sont les acteurs sociaux dans le réseau, et les liens sont les relations entre les acteurs. Les acteurs sont décrits en fonction de leurs relations et non en fonction de leurs attributions.

Lorsqu'un administrateur siège simultanément dans deux conseils d'administration, il crée une relation entre ces deux entités. La multiplication de ces relations forme des réseaux formels de liens humains entre conseils. Ces réseaux sont dynamiques dans le temps. Leur structuration dépend des flux d'entrée et de sortie des administrateurs dans les conseils des sociétés.

La loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales fixe le nombre maximal de mandats susceptibles d'être détenu par une même personne physique à huit pour les mandats d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance dans des sociétés anonymes ayant leur siège social en France métropolitaine et à deux pour les mandats de Président du conseil d'administration, de membre du directoire ou de directeur général unique. Jusqu'à une date récente des études empiriques ont révélé que certaines personnalités dépassent largement ces limites de cumul des mandats. Ce phénomène fait l'objet de critiques de la presse financière, de l'opinion publique et des rapports sur le gouvernement d'entreprise. Les principaux arguments sont les suivants :

- L'exercice simultané d'un trop grand nombre de mandats se traduit par le manque de disponibilité des mandataires sociaux et ainsi par le manque de participation dans le contrôle et la gestion de l'entreprise ce qui n'est pas sans risque sur la rentabilité de l'entreprise.
- La pratique des mandats croisés permet aux dirigeants de servir mutuellement leurs propres intérêts. Cet argument vise plus particulièrement les mandats croisés dans certains comités des rémunérations.

Le premier rapport Viénot (1995) recommandait de limiter le nombre des mandats réciproques et « d'éviter de nommer au sein des comités des rémunérations et au comité d'audit du conseil d'une société A des administrateurs venant d'une société B lorsque au comité analogue de la société B siège déjà un administrateur venant de la société A » (rapport

Viénot I, p. 15). Le deuxième rapport Viénot (1999, p. 15) rappelle cette règle et recommande de limiter le nombre des mandats à cinq.

Cette recommandation a été reprise par la loi NRE (2001) qui limite le nombre de mandats susceptibles d'être exercés simultanément par une personne physique dans les sociétés anonymes ayant leur siège sur le territoire français à cinq mandats. Cependant « les règles applicables en matière de limitation de cumul des mandats dans les sociétés anonymes, telles qu'elle résultent de la loi du 15 mai 2001, posent de redoutables problèmes pratiques aux entreprises en raison de leur ambiguïté, de leur complexité et de leur rigidité excessives⁷ ». Selon la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, les articles de la loi NRE de 2001 sur le cumul des mandats sont « tellement restrictifs qu'il est difficile, dans les groupes comptants de nombreux sociétés anonymes, de trouver assez de personnes physiques pour y exercer les mandats sociaux prévus par la loi »⁸. Les organisations patronales AFEP et MEDEF jugent inutile de prévoir des limitations de mandats dans les groupes de sociétés et dans les sociétés non cotées (rapport MEDEF, p. 5). L'étude comparative avec les autres pays européens montre qu'en Belgique, Pays-Bas et Espagne aucune disposition juridique n'a été adoptée pour limiter le nombre des mandats d'administrateurs pouvant être exercés par une même personne dans des sociétés commerciales. Alors, qu'en Allemagne et en Italie, il existe seulement des recommandations semblables à ce que proposait le comité Viénot (1999).

Face à ces critiques, la loi n°2002-1303 du 29 octobre 2002 modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux a été adoptée. La limite globale de cinq mandats d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance dans les sociétés anonymes ayant leur siège sur le territoire français est maintenue. La dérogation groupe⁹ qui ne visait que les seuls mandats exercés dans des filiales non cotées est étendue aux mandats exercés dans des filiales cotées. Un administrateur de la société mère peut être administrateur de la filiale, sans que ce second mandat soit pris en compte dans le calcul du nombre de

⁷ Philippe Houillon (2002), Rapport de l'Assemblée Nationale n°233, p. 5.

⁸ Rapport présenté par M. Jean Courtière au nom de la commission juridique, adopté en assemblée générale le 2 mai 2002, page 8.

⁹ La définition généralement retenue est celle selon laquelle le groupe est constitué par un ensemble de sociétés qui conservent chacune leur personnalité morale mais qui sont unies entre elles par des liens divers (économiques, financiers, capitalistiques...) et dont l'une d'elles, dénommée société mère, domine ou exerce un contrôle sur les autres en centralisant le pouvoir de décision. Très souvent, les sociétés, bien qu'indépendantes, sont dans un état de dépendance économique. Le code de commerce aborde le problème des groupes en fonction de l'importance de la participation détenue par une société dans le capital d'une autre. À certains degrés de détention du capital d'une société correspondent des définitions. En fait, ces seuils ne sont pas significatifs. En effet, dans des sociétés fermées, pour exercer une influence sur les prises de décision, il faut détenir la minorité dite de blocage (+ 33,33 % dans les SA). Lorsqu'une société possède plus de la moitié du capital d'une autre société, la seconde est considérée, pour la réglementation des sociétés contrôlées, comme la filiale de la première (c. com. art. L. 233-1).

mandats. La loi du 29 octobre 2002 permet également de ne compter que pour un seul mandat les mandats d'administrateurs exercés dans les sociétés non cotées qui sont contrôlées par une même société (sociétés sœurs). En outre, le nombre de mandats détenus à ce titre ne doit pas être supérieur à cinq.

À titre d'illustration, si une société A contrôle cinq sociétés B, C, D, E et F non cotées, une personne pourra être à la fois administrateur des sociétés B, C, D, E et F: ces cinq mandats ne compteront que pour un. Une personne physique peut donc exercer un nombre illimité de mandats dans les sociétés non cotées contrôlées au sens de l'article 233-16 du code de commerce par une même société mère.

Le recours à la pratique de cumul des mandats peut être expliqué par au moins deux perspectives : la perspective interorganisationnelle et la perspective contractuelle. Ces perspectives ne sont pas mutuellement exclusives, mais souvent complémentaires.

3.1.1.1. La perspective interorganisationnelle

- La théorie de dépendance envers les ressources

L'argument de base de la théorie de dépendance des ressources est que l'analyse des relations interorganisationnelles au sein du réseau peut aider les dirigeants à comprendre les relations de pouvoir et de dépendance qui existent entre leur organisation et d'autres acteurs du réseau. Par le biais de ces relations, les dirigeants peuvent davantage anticiper les sources d'influence de l'environnement et envisager les façons de les contrebalancer en créant une « contre-dépendance ». Pour réduire les contraintes des marchés ou stabiliser son environnement, l'entreprise cherche à établir des liens avec ses partenaires externes (fournisseurs, clients, banques, investisseurs institutionnels, collectivités publiques...) de façon à contrôler ses ressources les plus critiques (Schoorman et al.1981). Une pratique courante des entreprises consiste à intégrer au sein du CA des représentants de ces ressources (Burt, 1983). Lorsque l'environnement devient plus incertain et menaçant, l'entreprise renforce ou accroît ces liens. Cette pratique aura pour conséquence, cependant, de limiter la latitude des dirigeants dont les décisions seront influencées et contraintes par les administrateurs représentant les ressources critiques.

- Le contrôle de l'organisation

La problématique de contrôle de l'organisation a donné naissance à plusieurs approches théoriques au gré de la transformation de la nature du capitalisme. En France, le phénomène

de cumul des mandats est une caractéristique commune aux différents modèles du capitalisme.

En France, la genèse du capitalisme a été guidée par les entreprises familiales. Quelques centaines de familles contrôlent une partie importante du capital des plus grands groupes. Le modèle de « contrôle familial » suppose que ces familles complètent le contrôle des sociétés appartenant à leur empire, par l'existence d'administrateurs communs. Le principe de réciprocité des liens sert à échanger des connaissances et des informations dans une perspective de coordination et de coopération (Charreaux, 2003).

Après la seconde guerre mondiale, une première vague de nationalisation a été rendue nécessaire pour la reconstruction de l'économie nationale. La nationalisation concerne essentiellement les activités de services publics. Le Commissariat Général au Plan a été créé en 1946, il avait pour mission d'orienter et de coordonner les activités du secteur public. La loi du 11 février 1982 procède à une deuxième vague de nationalisation à caractère stratégique puisqu'elle a visé des secteurs d'activité qui n'étaient pas en difficulté. L'Etat se donne les moyens d'intervenir massivement et directement dans le fonctionnement de l'économie. Les grands projets politico-économiques ont donné naissance à de grandes entreprises dans les principaux secteurs d'activité (technologie, aérospatial, énergie, télécommunication, transport...). L'économie française se caractérise alors par une alliance d'intérêts entre les élites politiques et les grandes familles du capitalisme français.

L'alternance politique de 1986 conduit à une première vague de privatisation effectuée par le gouvernement Chirac entre 1986 et 1988. Le gouvernement justifie les privatisations par un souci d'efficacité économique pour permettre aux entreprises de s'adapter de façon plus réactive à l'environnement concurrentiel. La deuxième vague de privatisation correspond aux gouvernements Balladur et Juppé entre 1993 et 1996. La loi du 19 juillet 1993 concerne 21 entreprises publiques¹⁰. La troisième vague de privatisation correspond au gouvernement Jospin¹¹. Les opérations de privatisation se sont traduites par le développement d'un nouveau modèle, fait de « cœurs financiers » matérialisés par des participations croisées intragroupes ou intergroupes nationaux industriels et par une relation étroite entre les banques et l'industrie. L'Etat français conserve des participations minoritaires et souvent une

¹⁰ Lors de cette vague ont été privatisés : le Crédit Local de France (1993), la BNP (1993), Rhône-Poulenc (1993), Elf-Aquitaine (1994), l'UAP (1994), la SEITA (1995), Bull (1995), Usinor-Sacilor (1995), BFCE (1995), Pechiney (1995), AGF (1996) et la Cie Gale Maritime (1996). Renault a par ailleurs procédé en novembre 1994 et en juillet 1996.

¹¹ Elle voit la privatisation partielle de France Télécom (octobre 1997), du CIC (avril 1998), la privatisation de Thomson CSF et de Thomson Multimédia, la cession du GAN et du CIC, de l'UIC (1998), de la CNP assurances, d'Air France (1999) et du Crédit Lyonnais (1999).

représentation au conseil d'administration. Le réseau des liens financiers est souvent accompagné par des mandats croisés, créant ainsi des liens humains entre les sociétés. Plus particulièrement, les établissements bancaires occupent une position nodale au sein de ce réseau puisqu'elles assurent le financement des principaux groupes sous forme de prêts et de participations au capital. Elles sont souvent représentées au conseil d'administration de ces groupes afin de protéger leurs intérêts en imposant un contrôle direct sur les actions de la direction (Mintz et Schwartz, 1981). En ce qui concerne les participations croisées intergroupes, leur objectif est essentiellement de créer des « noyaux durs » d'actionnaires permettant aux sociétés de maîtriser la structure de leur actionnariat et de maintenir l'équilibre des pouvoirs entre actionnaires et dirigeants. Le réseau d'alliances en capital entre les groupes représente un vecteur des moyens nécessaires à leur développement et pas seulement un moyen de protéger les groupes et leurs dirigeants face aux risques d'une offre publique d'achat hostile (OPA).

Ce n'est qu'à partir de 1996 et de l'accélération de la libéralisation que se dénouent « ces noyaux durs » et que le capitalisme français se trouve confronté directement au monde de la finance. La cession des participations dans les principales entreprises industrielles, par les grands groupes bancaires ou compagnies d'assurance, expose les grandes entreprises françaises à la montée en puissance des fonds d'investissement institutionnels étrangers dans leur capital. Les vagues de cession des participations interviennent dans un contexte de mauvaise conjoncture économique, résultat de l'éclatement de la bulle spéculative immobilière obligeant plusieurs groupes à céder de nombreuses participations pour se financer. Les groupes se sont également lancés dans des stratégies de croissance interne et externe pour atteindre une taille critique au niveau mondial. Mais la structure de l'actionnariat ne leur permet pas, sans modifications, de réaliser des opérations de croissance externe de grande ampleur. Le modèle de cœur financier n'est plus adapté aux conditions économiques et aux nécessités stratégiques des groupes. Le modèle de marché financier a pris le relais. La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des grands groupes français est particulièrement importante depuis 1997 ; elle est concomitante au recul des participations croisées (Morin et Rigamonti, 2002, p. 168). La participation des groupes financiers français dans le capital des sociétés du CAC 40 est passée de 15% en 1997 à 3,5% en 2001.

En 2005, il subsiste cependant quelques relations financières entre les groupes. Elles sont essentiellement le fait des sociétés financières qui conservent des participations minoritaires dans des groupes industriels.

- La légitimité des organisations

La théorie institutionnelle suppose que les institutions exercent une pression sur les organisations pour qu'elles justifient leurs activités de façon à paraître légitimes socialement. Ces pressions émanent de plusieurs sources : l'Etat, les organisations de régulation et les professions. La réponse à ses pressions induit un changement dans les structures des organisations qui deviennent de ce fait isomorphes avec les attentes prescrites institutionnellement. Les administrateurs communs sont considérés comme un moyen de construction ou de renforcement de la réputation de l'organisation pour légitimer ses activités. Cette tendance vers la conformité, nommée isomorphisme, est un élément central de la théorie institutionnelle. Il peut s'agir d'un isomorphisme mimétique, c'est-à-dire que les organisations se modèlent les unes aux autres pour accroître leur légitimité par le biais d'administrateurs communs. Enfin, il peut s'agir d'un isomorphisme normatif qui est fondé sur un phénomène de professionnalisation, défini par DiMaggio et Powel (1983) comme l'ensemble des efforts collectifs par lesquels les membres d'une profession (métier d'administrateur) définissent les conditions et les méthodes de travail afin d'établir une base cognitive légitime à leurs activités. Dans une optique de professionnalisation du métier d'administrateur, des organismes peuvent mettre en place des programmes de formation au profit des administrateurs. C'est ce que développe, par exemple, l'Institut Français des administrateurs ces dernières années.

En conclusion, les approches développées par la perspective interorganisationnelle supposent que les liens entre les conseils sont établis volontairement par les organisations afin de servir leurs objectifs (Charreaux, 2003).

3.1.1.2 La perspective contractuelle des réseaux

Dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), un accroissement de la discipline exercée sur les dirigeants est supposé favorable aux actionnaires. Cependant, l'influence des réseaux sociaux sur la valeur pour l'actionnaire n'est pas univoque. Le cumul des mandats peut être considéré comme un mécanisme disciplinaire efficace ou comme un moyen de contournement de cette discipline. La première approche suppose que l'appartenance au réseau des liens humains entre conseils a un effet positif sur la performance de l'entreprise puisque ce réseau favorise le contrôle du manager, notamment par le biais de la surveillance mutuelle entre dirigeants. La deuxième approche suppose que la participation au réseau des liens humains entre conseils a un effet négatif sur la performance. Les réseaux sociaux sont

« considérés comme un vecteur d'enracinement des dirigeants et donc un facteur de réduction de la performance » (Charreaux, 2003, p. 2).

Dans la perspective contractuelle, les études s'intéressent à l'influence des réseaux sociaux sur la performance de l'entreprise et rarement sur la rémunération des dirigeants. L'étude de la relation entre le cumul des mandats par le premier dirigeant et de la position des conseils d'administration dans la structure du réseau des liens humains entre les conseils des sociétés du SBF 250 et la rémunération des dirigeants est donc d'un grand intérêt.

3.1.2 Le cumul des mandats par les dirigeants

Un dirigeant peut siéger dans les conseils des entreprises cotées contrôlées par le groupe comme dans d'autres sociétés non contrôlées par le groupe tant que le nombre global est inférieur ou égal à cinq mandats. En octobre 2008, InvestorSight et l'Institut Français des Administrateurs, en collaboration avec la Fédération Française des Clubs d'Investissement et NYSE Euronext, ont mené une enquête auprès de 817 actionnaires individuels dans les sociétés du CAC 40 et les Midcaps sur le thème « Pouvoir et contre-pouvoir dans l'entreprise ». Selon cette enquête, les actionnaires dénoncent le cumul des mandats par les dirigeants. Les termes utilisés pour désigner le cumul des mandats sont : « *connivence* », « *clientélisme* », « *collusion* », « *cooptation* », « *favoritisme* », « *laxisme* » des conseils, « *club* », « *mafia* », « *consanguinité* ». Cette étude révèle que cette pratique est généralement mal perçue par les actionnaires minoritaires, mais également par les investisseurs institutionnels comme en témoigne la recommandation du rapport Viénot (1999) relative au cumul des mandats. Ce rapport est lui-même une réponse à la demande des investisseurs étrangers pour améliorer la gouvernance d'entreprise en France. À l'opposé, des recherches suggèrent que le cumul des mandats constitue un signal sur le degré de compétences du dirigeant (Booth et Deli, 1996 ; Kaplan et Reishus, 1990). En effet, Kaplan et Reishus (1990) montrent que la probabilité que le CEO obtienne un siège d'administrateur dans une autre firme est positivement liée à la performance de la firme de ce CEO. Les CEO des firmes les plus performantes ont plus de chance d'avoir plusieurs mandats dans les conseils des sociétés les plus prestigieuses. Geletkanycz, Boyd et Finkelstein (2001) ont réalisé une étude sur un échantillon de 406 entreprises américaines. Ils remarquent une relation positive entre le niveau de la rémunération du CEO et le nombre de mandats détenus par ce dernier hors de sa firme.

La variable « cumul des mandats » représente le nombre des mandats détenus par le dirigeant i au sein des sociétés de l'indice SBF 250 à la fin de l'année t . En suivant le résultat de l'étude de Geletkanycz et al. (2001), une relation positive entre le cumul des mandats par le premier dirigeant et sa rémunération est anticipée.

Hypothèse 1 : le nombre de mandats détenus par le dirigeant dans les sociétés du SBF 250 influence positivement sa rémunération.

3.1.3 Le cumul des mandats par les mandataires sociaux

Alcouffe et Alcouffe (1998) ont étudié l'ensemble des sociétés cotées en France en 1998. Les auteurs montrent que près de mille administrateurs siégeaient dans plus d'une société créant ainsi des liaisons personnelles entre les sociétés. Agardi et Alcouffe (2007) ont étudié la structure des mandats des sociétés du CAC 40 sur la période allant de 1998 à 2006. Les auteurs révèlent que le nombre d'administrateurs multi-mandatés est « à peine touché » sur toute la période (Agardi et Alcouffe, 2007, p. 7). Le nombre d'administrateurs multi-mandatés est passé de 93 en 2002 (20,4%) à 96 (16,9%) en 2006.

À notre connaissance, aucune étude n'a étudié la relation entre les liens interconseils et la rémunération des dirigeants des entreprises en France. Au moins, deux catégories d'études peuvent être distinguées. La première catégorie s'oriente vers l'étude de la structure du graphe des administrateurs des grandes sociétés françaises (Chabi et Maati, 2006), européennes (Maati 2006) et américaines (Newman, Strogatz et Watts, 2001). La principale conclusion des études de cette catégorie est que la structure du réseau des grandes entreprises (CAC 40, FTS Eurofirst 100 et Fortune 1000) est de type « petit monde » (Milgram, 1967). Autrement dit, la structure du réseau réel ne peut se distinguer significativement d'un réseau issu d'un processus aléatoire d'allocation des liens. Par conséquent, « les stratégies individuelles ou collectives, pour autant qu'elles existent, n'ont pas de conséquences sur la structure globale du réseau » (Maati et Reistch, 2007, p. 8). Cet argument remet en cause la représentation négative qu'en ont les petits actionnaires et le législateur en particulier et l'opinion publique en général.

La deuxième catégorie d'études tente de déterminer l'impact des relations d'administrateurs sur la performance de l'organisation ou les intérêts individuels ou collectifs des acteurs du

réseau. En effet, l'étude de Yeo, Pochet et Alcouffe (2003) conclut à une incidence favorable des réseaux sur la performance de l'entreprise.

En ce qui concerne l'influence des liens humains d'administrateurs sur la rémunération des dirigeants, les principales études ont été réalisées aux Etats-Unis. Les résultats de ces études sont contradictoires. Hallock (1997) et Fich et White (2003) soulignent une relation positive entre le niveau de la rémunération du CEO et le nombre d'administrateurs réciproques¹².

Alors que Core, Holthausen et Larcker (1999), dans leur étude de 205 entreprises américaines pour la période allant de 1982 à 1984, ne trouvent pas de lien entre les relations directes des administrateurs externes et la rémunération des dirigeants même s'ils constatent que les rémunérations sont plus fortes lorsque les administrateurs externes cumulent plus de trois sièges.

Dans notre étude, l'objectif est de déterminer l'influence de la position du conseil dans la structure des liens interconseils sur la rémunération du premier dirigeant des sociétés du SBF 250. La position de chaque conseil dans le réseau est appréhendée à partir des liens directs mais aussi des relations indirectes impliquant des intermédiaires. Freeman (1979) distingue trois mesures de centralité : la centralité de degré (*degree centrality*), de proximité (*closeness centrality*) et d'intermédiarité (*betweenness centrality*).

- La centralité de degré

La centralité de degré est la mesure la plus simple. Elle mesure le nombre de connexions de chaque individu (ou conseil) avec d'autres individus au sein du réseau. Un individu est considéré comme « central » s'il est fortement connecté aux autres et comme périphérique si il ne l'est que faiblement. Plus l'indice est élevé, plus l'activité de communication de l'individu est forte. La centralité de degré est un indicateur de l'implication et de l'engagement d'un acteur dans le réseau (Freeman, 1979).

Un individu central n'a pas besoin de relais pour transmettre ses messages. De plus un individu lié à n individus périphériques n'est pas aussi central que celui qui est lié à n individus, eux-mêmes centraux. Un individu à la périphérie dépend des intermédiaires (plus centraux) pour sa communication avec les autres. Il ne contrôle pas sa communication.

- La centralité de proximité

La centralité de proximité mesure la proximité d'un individu (conseil ou entreprise) par rapport à l'ensemble des autres individus du réseau. Elle se calcule en additionnant toutes les distances géodésiques aux autres sommets. Plus l'indice est élevé, plus l'individu est central et proche de l'ensemble de tous les autres acteurs. Elle fait référence à l'idée d'indépendance ou d'autonomie d'un acteur, c'est-à-dire son influence potentielle et sa capacité d'obtenir de l'information. Un indice de centralité normé de proximité pour le nœud i d'un graphe comportant n sommets, est donné par la formule :

$$C_{NPi} = \frac{n-1}{\sum_{j=1}^n d_{ij}}$$

Avec d_{ij} = distance du plus petit chemin allant du nœud i au nœud j

- La centralité d'intermédiarité

Lorsque deux acteurs ne sont pas adjacents, ils dépendent d'autres acteurs du groupe pour leurs échanges, en particulier des acteurs qui se trouvent sur le chemin entre eux et ceux qui ont la capacité d'interrompre la circulation des ressources. L'idée est qu'un nœud (acteur) peut n'être que faiblement connecté aux autres nœuds (faible centralité de degré) et pourtant s'avérer être un intermédiaire indispensable dans les échanges entre les autres membres du groupe. La centralité d'intermédiarité mesure donc la capacité d'un nœud du réseau à être sur le chemin de la longueur minimale qui relie d'autres nœuds, interprétée comme l'aptitude à médiatiser tous les flux d'information entre acteurs. Elle fait référence à la possibilité de contrôler les communications entre les acteurs du réseau.

Soit n le nombre de sommets d'un graphe, g_{jk} le nombre de chemins géodésiques reliant le nœud j au nœud k , et $g_{jk}(i)$ le nombre de ces chemins passant par le nœud i , on définit C_{Aii} l'indice de centralité absolu d'intermédiarité du sommet i par :

$$C_{Aii} = \sum_j \sum_k \frac{g_{jk}(i)}{g_{jk}}$$

Avec : **$j \neq k \neq i$, et $j < k$.**

¹² Le dirigeant de la société A siège dans le conseil de la société B et le dirigeant de la société B siège dans le conseil de la société A.

L'indice de centralité normé d'intermédierité qui en découle pour le sommet i est donné par :

$$C_{Ni} = \frac{2C_{Ai}}{n^2 - 3n + 2}$$

Notre échantillon correspond à l'ensemble des conseils d'administration des sociétés cotées au SBF 250, soit 249 entreprises. En décembre 2005, ces conseils étaient composés de 2412 administrateurs répartis entre 2904 sièges. Ainsi, 492 de ces sièges proviennent d'un cumul de mandats. Autrement dit, 316 administrateurs détiennent 808 sièges. Les résultats sont présentés dans le tableau 6 qui suit.

Tableau 6 : Répartition des administrateurs par nombre de mandats cumulés

Nombre de mandats	1	2	3	4	5	6	7	Total
Nombre d'administrateurs	2096	195	83	26	8	3	1	2412
Total de sièges représentés*	2096	390	249	104	40	18	7	2904

* Ces chiffres prennent en compte le mandat principal exercé par l'administrateur dans sa société.

La répartition des mandats des administrateurs du SBF 250 est assez inégale. En effet, près de 87% des administrateurs concernés par cette analyse n'occupent qu'un seul siège. Ainsi, les administrateurs multi-mandatés représentent **13,1%** du total des administrateurs. Il apparaît clairement que les sociétés françaises ont appliqué la loi NRE (2001), qui limite le nombre de mandats à cinq, à l'exception de quatre dirigeants dont Henri Proglio, PDG de Véolia environnement, qui détient sept mandats dans les sociétés du SBF 250.

Tableau 7 : Mandats d'Henri Proglio au 31/12/2005

SBF 120	Casino Guichard
SBF 120	Cnp Assurances
CAC 40	EDF
SBF 120	Elior
CAC 40	Lagardère
CAC 40	Thalès
CAC 40	Véolia Environnement

Par ailleurs, il ressort que le cumul des mandats est plus fréquent dans les sociétés du CAC 40 et très peu répandu dans les sociétés du SBF 250 (hors SBF 120). Aucun administrateur du SBF 250 (hors SBF 120) ne détient plus de trois mandats. La quasi-totalité des « multi-mandatés » siège dans les sociétés du SBF 120. Si nous considérons l'indice de cotation comme indicateur de taille de l'entreprise, nous pouvons constater que les administrateurs

multi-mandatés siègent le plus souvent aux conseils des plus grandes sociétés. Ils occupent généralement des fonctions exécutives dans leurs sociétés.

Le croisement des compositions des conseils d'administration des sociétés du SBF 250 est représenté par une matrice symétrique d'une dimension de (249 x 249) en 2005. La somme de l'une des deux diagonales donne le nombre total de connexions générées par tous les administrateurs communs. Ainsi, le nombre de connexions, lorsqu'il est supérieur à 1 renforce le lien établi entre deux entreprises. À titre d'exemple, le groupe Bouygues a 7 administrateurs communs avec la société TF1. On dit que le groupe Bouygues a 7 connexions avec TF1 représentant 1 appariement entre les deux sociétés. Ainsi le nombre d'appariements est toujours inférieur ou égal au nombre de connexions. Si une entreprise détient 5 connexions, on doit observer la structure de ces connexions pour déterminer le nombre d'appariements (le nombre d'appariements correspond à la centralité de degré du conseil, c'est-à-dire le nombre de liens directs d'un conseil avec d'autres conseils). En 2005, le nombre de connexions varie de 0 à 27. Nos calculs révèlent 630 appariements générés par 722 connexions. 117 entreprises n'ont aucun administrateur en commun avec d'autres entreprises. Le tableau 16 présente la répartition des connexions et des appariements des sociétés du SBF 250 en 2005.

Tableau 8 : Répartition des connexions pour les 249 entreprises du SBF 250 en 2005

Nombre de connexions	Nombre d'entreprises	Connexions	Appariements
0	117	0	0
1	39	39	39
2	20	40	39
3	11	33	32
4	11	44	39
5	6	30	26
6	7	42	39
7	11	77	68
8	1	8	8
9	3	27	26
10	3	30	28
11	2	22	17
12	2	24	18
13	1	13	10
14	1	14	9
15	1	15	13
16	3	48	39
18	3	54	50
19	1	19	19
21	2	42	34
22	1	22	18
26	2	52	38
27	1	27	21
Total	249	722	100%

Tableau 9 : Statistiques sur les connexions et les appariements des sociétés du SBF 250

	Connexions	Appariements
Moyenne	2,90	2,53
Médiane	1	1
Mode	0	0
Ecart-type	5,126	4,268
Minimum	0	0
Maximum	27	21

NB : 249 sociétés du SBF 250 dont 117 sans aucun lien.

Le tableau 9 montre qu'en moyenne (médiane), près de 3 (1) connexions par conseil génèrent 2,5 (1) appariements. Chaabeni (2003) a étudié un échantillon de 184 entreprises industrielles classées parmi les 500 premières en 1999 selon le chiffre d'affaires. L'auteur trouve qu'en moyenne, 7 connexions par conseil génèrent 5 appariements. Ainsi, il apparaît que la structure des mandats a profondément changé en 2005 par rapport à 1997. Les entreprises se sont adaptées aux nouvelles exigences juridiques relatives au cumul des mandats. Elles ont réparti les membres du conseil dans différentes sociétés ce qui permet de rapprocher le nombre des connexions du nombre d'appariements. Nous avons calculé les mêmes statistiques pour les 132 sociétés du SBF 250 qui ont au moins un administrateur commun. Le tableau 10 donne ces statistiques.

Tableau 10 : Statistiques sur les connexions et les appariements des sociétés du SBF 250

	Connexions	Appariements
Moyenne	5,47	4,77
Médiane	3	3
Mode	1	1
Écart-type	5,965	4,869
Minimum	1	1
Maximum	27	21

NB : les statistiques sont calculées seulement pour les sociétés avec au moins un administrateur commun (132 sociétés).

En moyenne, un peu plus de 5 connexions par conseil génèrent près de 5 appariements. Ce qui montre que seulement quelques entreprises ont plus d'un administrateur commun. L'intensité des connexions est très importante lorsqu'il existe un fort lien capitalistique de type société mère/filiale contrôlée. C'est le cas du groupe Bouygues et TF1 (7 administrateurs communs) et Rallye et Casino Guichard (5 administrateurs communs).

Nous avons également constaté que les liens générés par les administrateurs communs diminuent avec la taille de l'entreprise. Ce qui est cohérent avec nos résultats concernant le cumul des mandats qui est également plus important parmi les plus grandes entreprises. Le tableau 11 (voir ci-dessous) affiche les sociétés du SBF 250 qui ont au moins 8 connexions en 2005. Il montre que la présence d'administrateurs communs est plus forte parmi les entreprises de grande taille. Ainsi 27 entreprises parmi les sociétés du SBF 250 sont liées à au moins 8 autres entreprises, mais aucune de ces entreprises n'appartient au SBF 250 (hors SBF 120). En effet, 14 sociétés sont cotées au CAC 40 et 13 sont cotées au SBF 120 (hors CAC 40). Ces 27 groupes détiennent près de 58% des connexions (55,3% des appariements). Nous observons également la forte présence d'administrateurs communs dans les sociétés financières (banques et compagnies d'assurances). Ainsi, nous trouvons, parmi les 27 entreprises les plus connectées, 7 grandes institutions financières (Crédit agricole, BNP Paribas, Société Générale, Axa, AGF, CNP Assurances et le groupe Eurazeo). À titre d'exemple, le groupe BNP Paribas dispose de 27 connexions qui génèrent 21 appariements. La dominance des sociétés financières aussi bien dans la dimension capitalistique que dans la dimension sociale a été validée par l'étude de Kadushin (1995), Morin (1996) et Chabi et Maati (2006).

Dans notre travail, les mesures de centralité sont utilisées pour déterminer l'influence de la position du conseil dans le réseau des sociétés du SBF 250 sur la rémunération des dirigeants d'entreprise. Nous anticipons une relation positive entre les mesures de centralité du conseil d'administration ou de surveillance et la rémunération des dirigeants.

Hypothèse 2 : Plus l'indice de centralité d'un conseil est élevé, plus le niveau de la rémunération du dirigeant est élevé.
--

Tableau 11 : Sociétés du SBF 250 avec plus de 8 connexions en 2005

Sociétés	Indice	Connexions	Appariements
Crédit Agricole	CAC 40	8	8
Club Méditerranée	SBF 120	9	9
Faurecia	SBF 120	9	9
Gecinia	SBF 120	9	9
Alcatel	CAC 40	10	10
Ciments Français	SBF 120	10	9
EDF	CAC 40	10	9
France Télécom	CAC 40	11	8
Société Générale	CAC 40	11	9
Danone	CAC 40	12	9
Imerys	SBF 120	12	9
Areva	SBF 120	13	10
Havas	SBF 120	14	9
Alstom	SBF 120	15	13
AGF	CAC 40	16	11
Air France-KLM	SBF 120	16	15
Air Liquide	CAC 40	16	13
Bouygues	CAC 40	18	18
Fimalac	SBF 120	18	16
Lagardère	CAC 40	18	16
Eurazeo	SBF 120	19	19
Cap Gemini	CAC 40	21	16
Cnp Assurances	SBF 120	21	18
Axa	CAC 40	22	18
Accor	CAC 40	26	21
Casino Guichard P.	SBF 120	26	17
BNP Paribas	CAC 40	27	21
Total	27	417	349

Source : Dardour A., Dafsaliens, 2005.

3.1.4 La densité des liens entre les conseils d'administration

L'indice de densité permet d'estimer l'intensité des liens entre les conseils d'administration. Si chaque conseil est lié aux n-1 autres, le graphe est dit complet et la population totale forme une seule composante (aucune entreprise n'est isolée du graphe). Dans le cas contraire, peuvent apparaître plusieurs composantes. La densité des liens des conseils est calculée à partir de la matrice dichotomique des relations interentreprises par le biais d'administrateurs communs. Lorsque deux sociétés ont en commun au moins un administrateur, nous inscrivons la valeur 1 dans cette matrice et 0 sinon. La densité du réseau correspond au ratio entre le maximum de liaisons théoriques possibles et le nombre effectivement observé.

La densité est plus élevée si la matrice est pondérée. Autrement dit, nous comptabilisons le nombre d'administrateurs communs (connexions) entre deux sociétés. À titre d'exemple, en

2005, le groupe BNP Paribas et le groupe AXA ont deux administrateurs communs qui siègent dans leur conseil d'administration. Le tableau 12 est un extrait de la matrice concernant l'entrecroisement des conseils d'administration des sociétés du CAC 40 en 2005.

Tableau 12 : Extrait de la matrice des relations inter-conseils des sociétés du CAC 40 en 2005

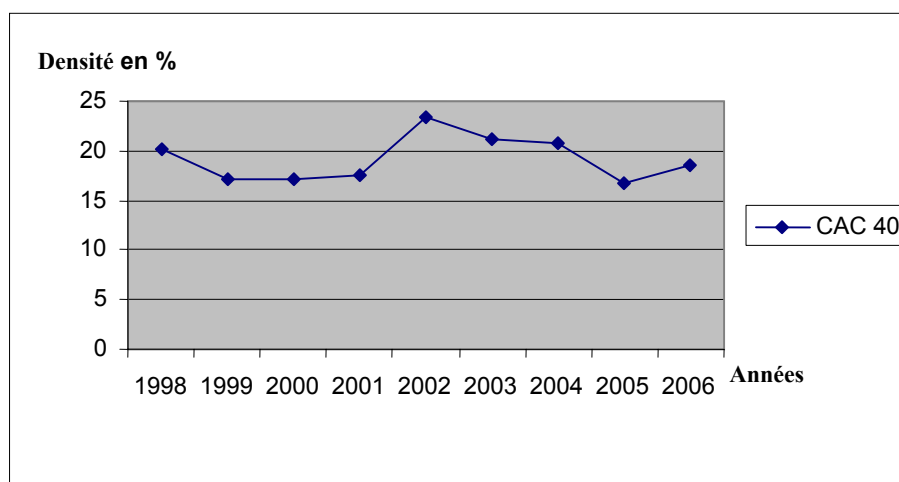
	Accor	AGF	Air Liquide	Alcatel	Arcelor	Axa	BNP Paribas
Accor	0	0	0	0	0	0	1
AGF		0	1	0	0	0	0
Air Liquide			0	0	0	0	2
Alcatel				0	0	0	0
Arcelor					0	0	0
Axa						0	2
BNP Paribas							0

Tableau 13 : Densité des liens entre les conseils d'administration des sociétés du CAC 40

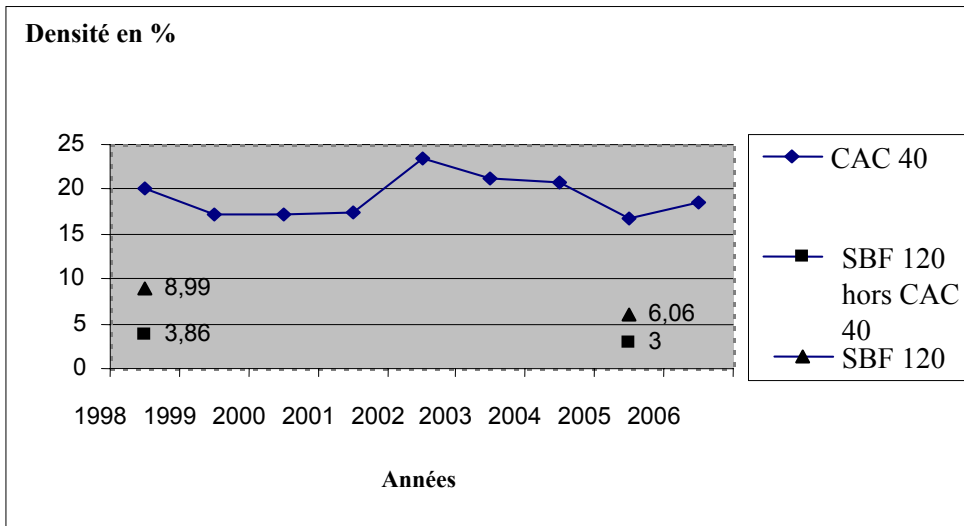
Année	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Densité %	20,13	17,18	17,18	17,44	23,33	21,15	20,78	16,67	18,53

Source de données : Dardour A., Base de données Dafsalien, 1996-2007.

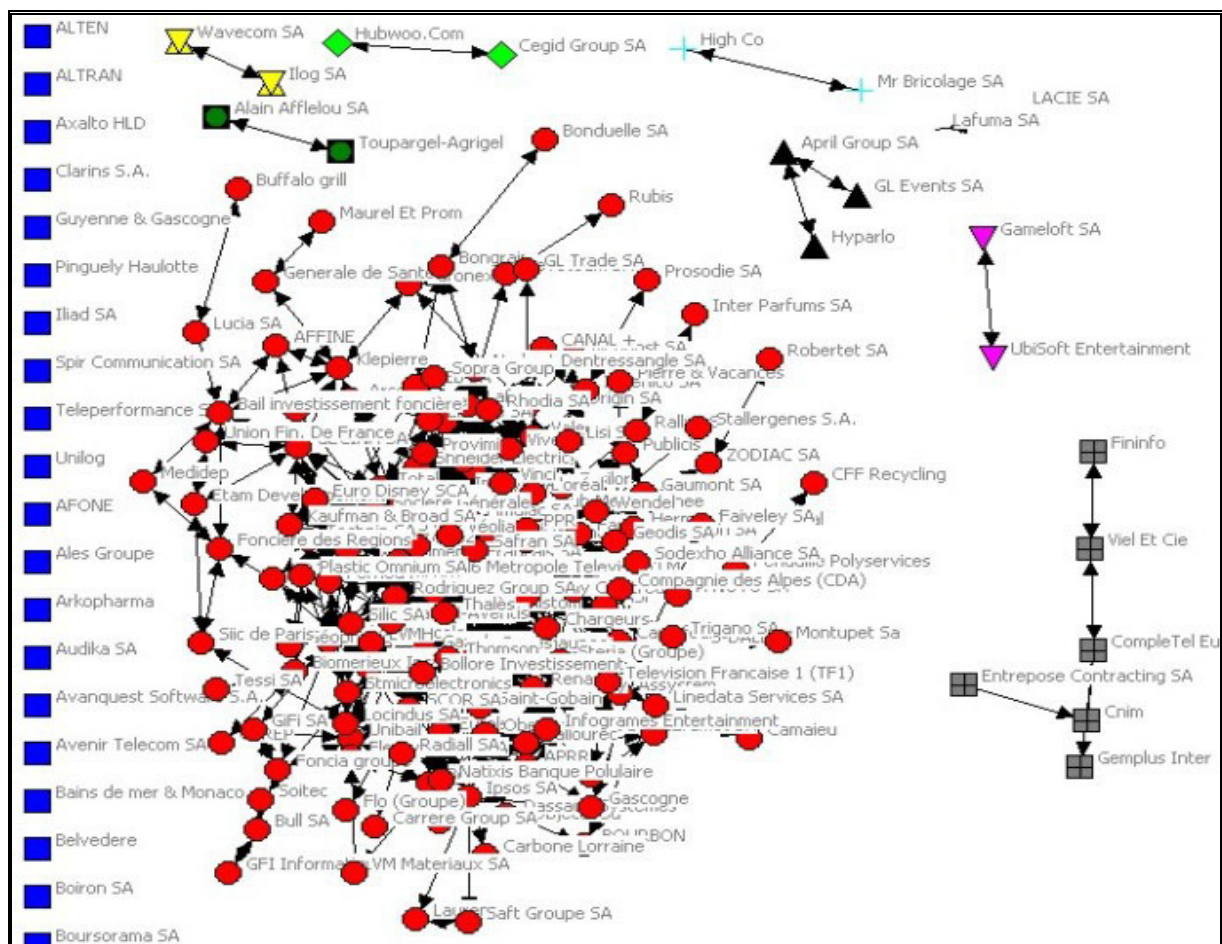
Le tableau 13 présente le pourcentage de densité binaire des interconnexions des conseils d'administration des sociétés du CAC 40 sur la période allant de 1998 à 2006. La densité moyenne des liens sur la période de l'étude s'élève à 19,15%. La courbe de densité indique une baisse de la densité du réseau à partir de 1998 puis une forte évolution en 2002. À partir de 2003, la densité commence à baisser pour atteindre son niveau le plus bas en 2005 (16,67%).



Graphique 4 : Evolution de la densité des liens entre les Conseils d'administration des sociétés du CAC 40 au 31/12



Graphique 5 : Densité des liens entre conseils d'administration au 31/12



Graphique 6 : Réseau des conseils des sociétés du SBF 250 au 31/12/2005

Le graphique 6 est obtenu à l'aide du logiciel UCINET 6 développé par Borgatti, Everett et Freeman (2002). En 2005, la densité atteint 16,67 %¹³ pour les entreprises du CAC 40 contre 6,06 % pour les sociétés du SBF 120, seulement 3 % pour les sociétés du SBF 120 hors CAC 40 et moins de 1% pour les sociétés du SBF 250 hors SBF 120. La densité diminue mécaniquement en ajoutant une nouvelle entreprise dans le graphe puisque le nombre de ses liens observés est toujours inférieur ou égal au nombre de ses liens théoriques (juridiquement la taille du conseil est limitée à 18 administrateurs). Néanmoins, le graphe montre que les entreprises du SBF 120 occupent une position centrale dans le réseau des liens (composante en rouge). Alors que les sociétés appartenant au SBF 250 (hors SBF 120) se trouvent à la périphérie du réseau entretenant peu ou pas de liens avec les conseils du réseau. Certaines entreprises du SBF 250 hors SBF 120 forment des petites composantes : six composantes dyadiques (Wavecom et Ilog ; Alain Afflelou et Toupargel ; Hubwoo.com et Cegid ; High co et Monsieur Bricolage, Gamloft et Ubisoft et Lafuma et Lacie), une composante triadique (April Group, GL Events et Hyparlo) et une composante de six entreprises et un ensemble d'entreprises isolées (entreprises en bleu).

Par ailleurs, nous avons constaté que la composition des conseils d'administration publiée dans les rapports annuels des sociétés du CAC 40 diffère, pour certaines sociétés, de la composition existante dans la base de données Dafsaliens. En effet, cette dernière intègre les directeurs généraux délégués des sociétés même quand ils ne sont pas considérés comme des mandataires sociaux au sens juridique du terme. Pour cette raison, la taille du conseil est plus élevée lorsque la base Dafsaliens est utilisée. En effet, elle est de l'ordre de 18 administrateurs en moyenne par conseil contre 15 selon les rapports annuels. Par conséquent, si certains directeurs généraux délégués non mandataires sociaux siègent dans d'autres conseils des sociétés du CAC 40, la densité des liens entre conseils est plus élevée. Si ce n'est pas le cas, la densité est identique ou du moins ne diffère pas significativement de celle calculée à partir de la composition officielle publiée dans les rapports annuels. La comparaison de la densité des liens inter-conseils des sociétés du CAC 40 en 2002 et 2003 révèle que la quasi-totalité des directeurs généraux délégués considérés comme membres du conseil d'administration par Dafsaliens ne siègent pas dans d'autres conseils des sociétés du CAC 40. Par exemple, en 2003, la densité du réseau des liens inter-conseils augmente seulement de 0,06%.

¹³ Le pourcentage moyen de la densité binaire des interconnexions des conseils d'administration des sociétés du CAC 40 sur la période allant de 1998 à 2006 s'élève à 19,15%.

Tableau 14 : Comparaison de la densité des conseils des sociétés du CAC 40 selon les sources des données

Année	2002	2003
Densité - rapports annuels (1)	22,71	21,09
Densité – Dafsaliens (2)	23,33	21,15
Différences (2) – (1)	0,62%	0,06%

Source : Dardour A., rapports annuels/Dafsaliens, 2002 et 2003.

3.1.5 Le comité des rémunérations

L'article 90 du décret n°67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales autorise le conseil d'administration à créer des comités spécialisés chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet, pour avis, à leur examen. Les comités exercent leur activité sous la responsabilité du conseil d'administration. Ils constituent un espace de négociation qui permet l'analyse et la transmission de l'information pour aider le conseil d'administration dans la prise de décisions. Il s'agit essentiellement du comité d'audit, de la stratégie et des nominations et des rémunérations. L'opportunité de leur constitution a été soulignée dans le rapport Viénot I (1995). Si la constitution d'un comité des rémunérations reste à l'initiative de la société, la pratique atteste que la quasi-totalité des grandes sociétés cotées ont institué auprès de leurs organes de décision un comité de ce type. Au sein des sociétés cotées au CAC 40, ces comités se sont multipliés ces dernières années. 60% des sociétés du CAC 40 ont constitué un comité des rémunérations en 1996, contre 85% en 1999 et 97,5% en 2006 (Korn Ferry International, 2007). Il faut souligner que ce comité ne porte pas toujours le même nom. Dans les sociétés du CAC 40, par ordre d'occurrence à la fin de l'année 2002, nous trouvons les dénominations suivantes : comités des rémunérations (16), comités des nominations et des rémunérations (14), comités de sélection des administrateurs et des rémunérations (2), comité de personnel (1) et trois autres appellations singulières.

La nomination des membres du comité des rémunérations est impartie au conseil d'administration. Ce comité ne peut, en aucun cas, être investi du pouvoir de fixer lui-même les rémunérations. La loi confère au conseil le pouvoir de déterminer la rémunération du président (article 110, loi n°66-537 du 24 juillet 1966, modifié par la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 – article L. 225-47 du Code de commerce) et des directeurs généraux (article 113, loi du 24 juillet 1966, modifié par la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 – article L. 225-51). La loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003, dite Loi de Sécurité Financière, a abrogé l'article L. 225-51

du Code de commerce en modifiant la disposition selon laquelle le président du conseil d'administration « *représente le conseil d'administration* ». Cette disposition, source de confusion, était une aberration juridique dans la mesure où, le conseil d'administration n'étant pas doté de la personnalité morale, le président de ce conseil ne pouvait utilement le représenter.

La détermination des composantes de la rémunération des mandataires sociaux est réglementée en partie. D'abord, les options de souscription ou d'achat d'actions se voient appliquer le régime des articles L. 225-177 du Code de commerce. Ainsi avant de procéder à l'attribution des stock-options, il faut réunir une assemblée générale extraordinaire qui va se prononcer spécifiquement sur ce point au vu d'un rapport spécial du commissaire aux comptes. Ensuite, l'ensemble des rémunérations différées des mandataires sociaux est soumis au régime des conventions réglementées, procédure qui suppose que les actionnaires donnent un accord à la proposition qui leur est faite au cours de l'assemblée générale ordinaire. La loi n°2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, dite loi TEPA a renforcé le régime applicable en imposant que l'assemblée générale des actionnaires se prononce par une résolution spécifique pour chaque bénéficiaire sur ces rémunérations différées. Elle impose également aux sociétés de rendre publique les rémunérations différées et les critères de performance du bénéficiaire appréciés à partir de ceux de la société qu'il dirige.

Le vote individualisé des résolutions pour chaque mandataire social accroît sensiblement la marge de manœuvre des actionnaires et renforce significativement leur pouvoir de contrôle. Enfin, l'assemblée générale ordinaire des actionnaires a le pouvoir d'allouer aux mandataires sociaux, à titre de jetons de présence, une somme fixe annuelle (l'article L. 225-45 du Code de commerce). La répartition de cette somme entre les administrateurs est déterminée par le conseil d'administration. En dépit de cette place reconnue aux actionnaires, leur accord ne concerne que l'autorisation des plans de stock-options, la rémunération différée et le vote de la somme globale des jetons de présence. Le conseil d'administration reste le maillon fort et le responsable du processus de détermination des rémunérations des dirigeants, mais avec de nouvelles obligations sur les critères de détermination de la rémunération et leur transparence. La question qui se pose concerne le mode d'organisation du travail du conseil d'administration pour définir et suivre la mise en place de la politique de rémunération des mandataires sociaux.

La « bonne pratique » consiste à mettre en place un comité des rémunérations qui sera chargé d'établir les indicateurs de performance sur lesquels les rémunérations des dirigeants sont

fixées, de définir le *mix* des rémunérations et de contrôler l'atteinte des objectifs de performance. Il peut être aidé dans ses missions par des tiers externes comme les consultants en rémunération et/ou internes comme le directeur de ressources humaines de la société. Une fois le rapport approuvé par le conseil d'administration, il est communiqué aux actionnaires par le biais du rapport annuel. En général, les sociétés françaises ne mentionnent pas dans leurs rapports annuels si leur comité des rémunérations s'appuie sur un cabinet de conseil. Dans les rares cas, où elles signalent cette possibilité, l'identité de ce cabinet n'est pas communiquée. Le recours aux consultants externes peut être un moyen de rassurer les actionnaires sur la qualité de la gouvernance et de légitimer les propositions du comité et les décisions du conseil en matière de rémunération. Les cabinets de conseil traitent de données de plusieurs sociétés et comparent les pratiques des marchés en matière de rémunérations des dirigeants. En outre, les comités des rémunérations ne disposent pas d'un budget autonome pour missionner les consultants sur ces sujets. Ils doivent solliciter le conseil d'administration pour obtenir ce budget. Enfin, les codes de bonnes pratiques de gouvernance recommandent de bien veiller à l'indépendance du comité des rémunérations face à l'équipe dirigeante.

Le pouvoir de déterminer la rémunération des dirigeants revient au conseil d'administration. Sa responsabilité est de protéger l'intérêt social de l'entreprise et en particulier l'intérêt de ses actionnaires. En ce qui concerne la rémunération des dirigeants, les récentes affaires qui ont marqué l'actualité en France et dans d'autres pays européens jettent le soupçon sur la crédibilité des décisions du conseil d'administration en particulier lorsqu'il s'agit d'attribution des indemnités de départ et lorsque la variabilité de la rémunération n'est pas liée à la performance de l'entreprise (Albouy, 2004 ; Dardour, 2008). La dénonciation de l'explosion des rémunérations des dirigeants par certains actionnaires activistes, par des associations de défense de petits actionnaires (Fondation Ethos en suisse, ADAM¹⁴ en France) et par l'opinion publique et politique vise à responsabiliser les actionnaires en leur donnant la possibilité de voter le rapport de rémunération des dirigeants à l'occasion de l'assemblée générale. Cette voie aurait pour objectif d'équilibrer le pouvoir entre le conseil d'administration et l'assemblée générale des actionnaires. La loi TEPA (2007) permet de soumettre l'attribution des rémunérations différées à l'autorisation de l'assemblée générale et à des conditions de performance fixées *ex ante* par le conseil d'administration. La loi française s'abstient de fixer des critères pour définir la performance demandée au mandataire social. Les critères de performance du dirigeant doivent être appréciés par le conseil

¹⁴ Association de Défense des Actionnaires Minoritaires.

d'administration au regard de celle de la société dirigée. Cette loi a eu peu d'effet sur les décisions prises. Ainsi près de la moitié des sociétés du CAC 40 a prévu d'attribuer des indemnités de départ à leurs dirigeants à condition de remplir certaines conditions de performance. La transparence de ces critères de performance est insuffisante. 25% des entreprises qui prévoient une indemnité de départ au titre d'un mandat ne précisent pas les conditions de performance requises (Hewitt Associates, 2008). Le taux de vote des actionnaires contre ses résolutions est très faible, soit 7,7% selon le dixième rapport de la société Proxinvest (2008). La voie de vote par les actionnaires du rapport des rémunérations est explorée par plusieurs pays. Le Royaume-Uni et l'Australie ont soumis le rapport des rémunérations à un vote consultatif par l'assemblée générale des actionnaires, alors que d'autres pays comme le Danemark, les Pays-Bas et la Suède ont adopté un vote exécutoire de ce rapport. La co-détermination de la rémunération des dirigeants à la fois par le conseil d'administration et par l'assemblée générale des actionnaires a une portée limitée. Ainsi, plusieurs gouvernements européens envisagent de diversifier les moyens d'action pour encadrer et contrôler les rémunérations des dirigeants et des mandataires sociaux. Il s'agit d'interdire ou de limiter le montant de certains éléments de rémunération comme les indemnités de départ. De plus, le législateur peut intervenir par le biais de la politique fiscale en augmentant le taux d'imposition des revenus ou des plus values des rémunérations en actions dépassant certains seuils. Ces solutions sont complémentaires et forment un système de gouvernance qui permet de rendre la politique de rémunération des dirigeants plus cohérente avec le contexte économique et social. Les Etats qui ont choisi d'intervenir pour sauver les banques de la faillite à cause de la crise financière actuelle ont exigé des dirigeants de ces banques qu'ils renoncent à leur bonus 2008 et se soumettent à des règles en matière de politique de rémunération (France, Pays-Bas, Royaume-Uni...).

Tableau 15 : Vote des actionnaires du rapport de rémunération

Pays	Vote consultatif du rapport de rémunération de l'exercice écoulé	Vote contraignant de la politique de rémunération avant mise en oeuvre	Vote des rémunérations du CA et/ou de surveillance	Vote des rémunérations de la Direction	Vote des plans de participation en actions et en options
Europe					
Autriche	-	-	oui	-	oui
Danemark	-	oui	-	-	oui
France	-	-	Oui : vote par l'AG ordinaire de l'enveloppe totale des jetons de présence et des rémunérations différées	-	Oui : vote par l'AG extraordinaire du principe de mise en place de plans de stock-options
Allemagne	-	-	oui	-	-
Pays-Bas	-	oui	oui	-	oui
Norvège	-	-	oui	oui	oui
Royaume-Uni	Oui	-	-	-	oui
Suède	-	oui	oui	-	oui
Suisse	-	-	-	-	-
Belgique	-	-	-	-	-
Amérique de nord					
Canada	-	-	-	-	oui
Etats-Unis	-	-	-	-	oui
Asie					
Australie	Oui	-	-	-	-
Japon	-	-	oui	-	-

Source : Ethos, Fondation suisse pour un développement durable, résolutions d'actionnaires « SAY ON PAY » 2009, p. 3/4.

3.1.5.1 Revue des études empiriques sur le comité des rémunérations

La création d'un comité des rémunérations s'accorde avec les prédictions de la théorie de l'agence. Les dirigeants des sociétés cotées sont incités à veiller au rendement des actifs de l'entreprise dans la perspective d'augmenter leur valeur pour l'actionnaire. Les dirigeants se sont engagés à répondre aux pressions des actionnaires en s'orientant vers des activités bien valorisées par les marchés financiers. Le développement de l'idéologie de la valeur actionnariale permet de justifier les actions de l'entreprise (fermer des sites, réduire les effectifs en vue de minimiser les coûts, fusionner avec d'autres entités). La rémunération semble être un mécanisme permettant aux investisseurs d'orienter les choix stratégiques des dirigeants. La création d'un comité des rémunérations répond à un double objectif. Le premier est de permettre au conseil d'administration de prendre les bonnes décisions en matière de rémunérations sur la base de l'expertise réalisée par son comité spécialisé. Le deuxième est d'installer la conception actionnariale de la firme auprès des dirigeants. En revanche, certaines recherches soutiennent la thèse du pouvoir managérial qui suggère que les dirigeants disposent d'un pouvoir d'influence sur leur rémunération de façon à extraire des rentes supplémentaires. À titre d'exemple O'Reilly et al. (1988) montrent que la rémunération du CEO est plus élevée lorsque ce dernier siège dans le comité des rémunérations de sa société. De même Bebchuk et al. (2002) constatent que l'absence des critères de performance relative dans les contrats d'attribution des options et l'utilisation des options non indexées sur le marché traduit le pouvoir managérial dans la détermination de la rémunération du CEO.

Six ans après le rapport Cadbury (1992) sur la gouvernance d'entreprise au Royaume-Uni, Conyon et Peck (1998) ont réalisé une étude, portant sur un échantillon de 94 sociétés britanniques observées de 1992 à 1994, sur l'impact de la mise en place d'un comité des rémunérations sur le niveau des rémunérations du CEO. Ils comparent les rémunérations d'une population d'entreprises répartie en deux groupes selon le critère de l'existence ou de l'absence du comité des rémunérations. Les résultats montrent que la présence de ce comité influence positivement le niveau de rémunération du CEO. Ils identifient également une relation positive entre le pourcentage d'administrateurs externes et le niveau de rémunération. D'après ces auteurs, ce résultat peut s'expliquer par les modèles de comparaison sociale (O'Reilly et al. 1998, Westphal et Zajac, 1995). Autrement dit, les administrateurs externes qui sont souvent des dirigeants exécutifs dans d'autres sociétés ajusteraient à la hausse les rémunérations des dirigeants en cohérence avec les leurs.

Dans le contexte américain, l'étude de Daily, Johnson, Ellstrand et Dalton (1998) testent l'hypothèse suivante : la composition du comité des rémunérations peut expliquer le niveau et la structure de la rémunération du CEO. Ils supposent un niveau de rémunération élevé lorsque les membres du comité sont dépendants de la firme (relations d'affaires). Leur échantillon est composé de 200 sociétés appartenant à Fortune 500 en 1992. Leurs résultats infirment cette hypothèse. Les auteurs ne trouvent pas de lien significatif entre la présence des dirigeants d'autres firmes dans le comité et le niveau de rémunération du CEO.

Enfin, Anderson et Bizjak (2003), en utilisant un échantillon de 110 grandes entreprises de la bourse de New York, montrent que la rémunération du CEO est plus élevée lorsque le CEO est membre du comité des rémunérations de sa société.

En France, le cumul des mandats n'est pas interdit par la loi. La loi NRE (2001) limite le nombre des mandats exercés dans les sociétés anonymes. Ainsi, une personne physique ne peut en principe exercer simultanément plus de cinq mandats d'administrateur. Le cumul des mandats permet de créer des liens humains entre les conseils d'administration (ou de surveillance). Étant donné que le conseil d'administration peut déléguer ses missions à des comités ad hoc, il devient possible d'étudier les liens entre ces comités.

3.1.5.2 Le réseau des liens entre les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40

Nous nous intéressons à la structure des réseaux, c'est-à-dire aux relations entre acteurs de ce réseau et non à leurs attributs. Une relation ou un lien est créé entre deux comités des rémunérations lorsqu'un administrateur siège à la fois dans ces deux comités. La configuration des relations entre administrateurs est identifiée à partir du croisement des mandataires sociaux composant les comités des rémunérations d'un ensemble donné d'entreprises.

Nous avons recensé les administrateurs qui siègent dans les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 sur la période 2002 à 2006. La quasi-totalité des sociétés du CAC 40 dispose au sein de leur conseil d'un comité des rémunérations (Gaz de France et Lagardère ne disposent pas de ce type de comité en 2006). Ce comité peut être scindé en deux avec un comité des rémunérations d'une part et un comité des nominations d'autre part. Cette situation concerne 25% des sociétés du CAC 40 (Axa, Air Liquide, Bouygues, Dexia, Lafarge, Pernod Ricard, Suez, Société Générale et Vinci).

En 2006, les comités des rémunérations et des nominations des sociétés composant l'indice CAC 40 rassemblent 143 administrateurs contre 128 administrateurs en 2003. En 2006, 11,90 % des mandataires siègent dans plus d'un comité contre 16,4% en 2003. Sur la période

d'étude, aucun administrateur ne siège dans plus de trois comités des rémunérations. Le nombre d'administrateurs siégeant dans trois comités a baissé en 2006 par rapport à 2003 (de 7 à 4 administrateurs).

Tableau 16 : Structure des mandats dans les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40

Année	2003	2006
Nombre de mandataires	128	143
Nombre d'administrateurs multi-mandatés dont :	21	17
- Deux mandats	14	13
- Trois mandats	7	4

Source : Dardour A., rapports annuels, 2003 et 2006

La densité¹⁵ du réseau des comités des rémunérations s'élève à 3,08% en 2006 contre 4,74% en 2003. En 2006, 45% des comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 n'ont pas de lien avec les autres comités de cet indice contre 25% en 2003. Le nombre moyen de liens directs entre comités s'élève à 1,15 liens (46 liens au total) contre 1,85 en 2003. Le graphe des liens entre les acteurs est dit incomplet lorsqu'il est représenté par plus d'une composante. Une composante est formée lorsqu'il existe une relation directe entre au moins deux comités. Ainsi, le graphe du réseau des comités des rémunérations en 2003 contient cinq composantes : trois composantes dyadiques (Vinci - Véolia environnement ; Société Générale - PSA Peugeot et Carrefour - Cap Gemini), une composante triadique (Suez, Danone et Accor) et une composante regroupant 21 sociétés. Les autres comités sont dits « isolés » puisqu'ils n'entretiennent aucune relation formelle avec les autres comités des rémunérations des sociétés du CAC 40. La composition de l'indice CAC 40 a changé en 2006 par rapport à 2003 : six sociétés ont quitté l'indice (AGF, Casino, Sodexo Alliance, TF1, Thalès, Thomson Multimédias) et ont été remplacées par six autres (Air France-KLM, EDF, Essilor, GDF, Unibail-Rodamco et Vallourec). Le comité des rémunérations du groupe Air France-KLM est intégré dans la composante la plus importante du graphe par le biais de sa liaison avec la banque Dexia et le groupe Air Liquide. Le comité des rémunérations d'EDF forme une composante avec trois autres comités : Véolia, Renault et la Société Générale. Toutefois, les

¹⁵ La densité se mesure par le ratio nombre de liens théoriques entre les comités sur le nombre de liens effectivement observés.

comités des groupes Essilor, Unibail-Rodamco et Vallourec sont isolés (GDF n'a pas de comité des rémunérations).

Pour construire le réseau des liaisons entre les comités des rémunérations nous avons construit une matrice carrée déterminant la présence (indiquée par 1 dans la matrice) ou l'absence de lien (indiquée par 0 dans la matrice) entre ces comités pris deux à deux. Le tableau 17 met en évidence un extrait de la matrice symétrique des liaisons.

Tableau 17 : Extrait de la matrice de croisement des comités des rémunérations

	Accor	Air France-KLM	Air liquide
Accor	0	0	0
Air France –KLM	0	0	1
Air Liquide	0	1	0

La matrice affiche une relation symétrique entre le comité des rémunérations d'Air Liquide et celui d'Air France-KLM et aucune relation formelle entre le comité des rémunérations du groupe Accor et du groupe Air Liquide.

En ce qui concerne le traitement de données, nous avons utilisé le logiciel Ucinet 6 pour l'analyse de réseau (Version 6.96) de Borgatti, Everett, et Freeman (2002). À partir de cette matrice et à l'aide de ce logiciel, il est possible de calculer la position de chaque comité dans le réseau selon l'indice de sa centralité. La centralité peut être appréhendée par trois mesures différentes : la centralité de degré, la centralité de proximité et la centralité d'intermédiation¹⁶. Les graphiques 7 et 8 mettent en lumière la structure des liens entre les comités des rémunérations en 2003 et 2006. Ils mettent en évidence l'existence de deux catégories de comités : les comités « **isolés** » qui n'entretiennent aucune relation formelle avec d'autres comités des sociétés du CAC 40 et les comités « **connectés** » dans le réseau des liens par le biais d'un ou plusieurs administrateurs communs. Nous constatons également le dynamisme de la structure des liens à travers les périodes. À titre d'exemple, le groupe Axa ne compte plus que trois liens directs en 2006 contre sept en 2003.

¹⁶ La centralité de degré est mesurée à partir du nombre de liens directs entre les comités des rémunérations. La centralité de proximité mesure la proximité d'un conseil par rapport à l'ensemble des autres conseils par le biais des liens directs et indirects (distance géodésique). La centralité d'intermédiation mesure la capacité d'un nœud du réseau à être sur le chemin de longueur minimal qui relie d'autres nœuds.

Le comité des rémunérations du groupe TOTAL a retenu notre attention. En 2007, ce comité a été composé de Bertrand Collomb, Michel Pébereau (Président du comité) et Serge Tchuruk, tous qualifiés d'administrateurs indépendants. Ils occupent le poste de dirigeant ou de Président du conseil dans trois grands groupes du CAC 40 (Lafarge, BNP Paribas et Alcatel-Lucent, respectivement). La lecture de leur biographie nous permet de retenir les informations suivantes :

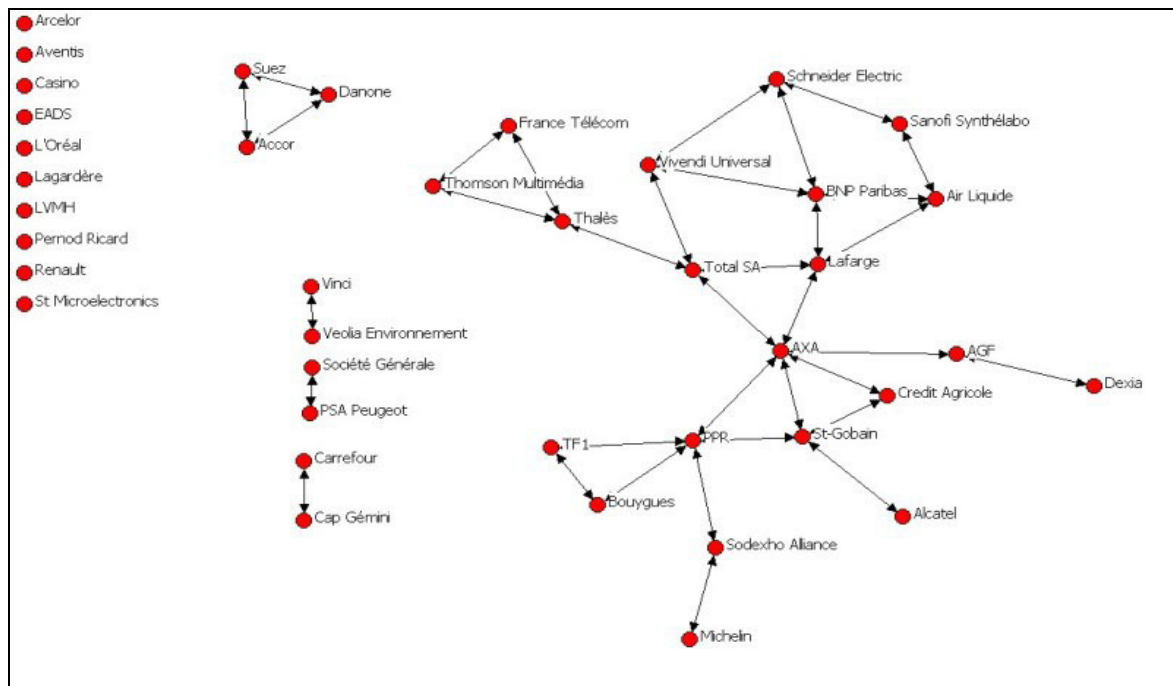
Bertrand Collomb, né en 1942, est diplômé de l'École Polytechnique et Ingénieur du corps des Mines. Il a exercé diverses fonctions auprès du Ministère de l'Industrie et dans des cabinets ministériels de 1966 à 1975. Il a rejoint le groupe Lafarge en 1975. Après avoir occupé plusieurs postes dans le groupe Il a été PDG de Lafarge en 1989 à 2003, Président du conseil d'administration de 2003 à 2007 et est devenu Président d'Honneur en 2008. Il est administrateur de TOTAL depuis 2000. Il détient 4 712 actions du groupe TOTAL.

Michel Pébereau, né en 1942, est diplômé de l'École Polytechnique en 1961 et de l'École Nationale d'Administration. Il a occupé diverses fonctions au Ministère de l'Économie et des Finances de 1970 à 1982. Il a présidé le Crédit commercial de France de 1983 à 1993 puis de la Banque Nationale de Paris de 1993 à 2000. En Août 1999, il a réussi l'offre publique d'échange sur les titres de Paribas qui permet la création de BNP Paribas dont il est PDG de 2000 à 2003, date à laquelle les fonctions de président et de directeur général sont séparées. Depuis lors, il assume les fonctions de président du conseil d'administration de BNP Paribas. Depuis 2003, il occupe le poste de président du conseil d'administration. Il est administrateur de TOTAL depuis 2000. Il est également administrateur de Lafarge, de Saint-Gobain, d'EADS, d'AXA et il est censeur des Galeries Lafayette et Président de la Fédération Bancaire Européenne. En juillet 2008, il rejoint les laboratoires Pierre Fabre en tant qu'administrateur de Pierre Fabre Participations. Il détient 2 356 actions du groupe TOTAL.

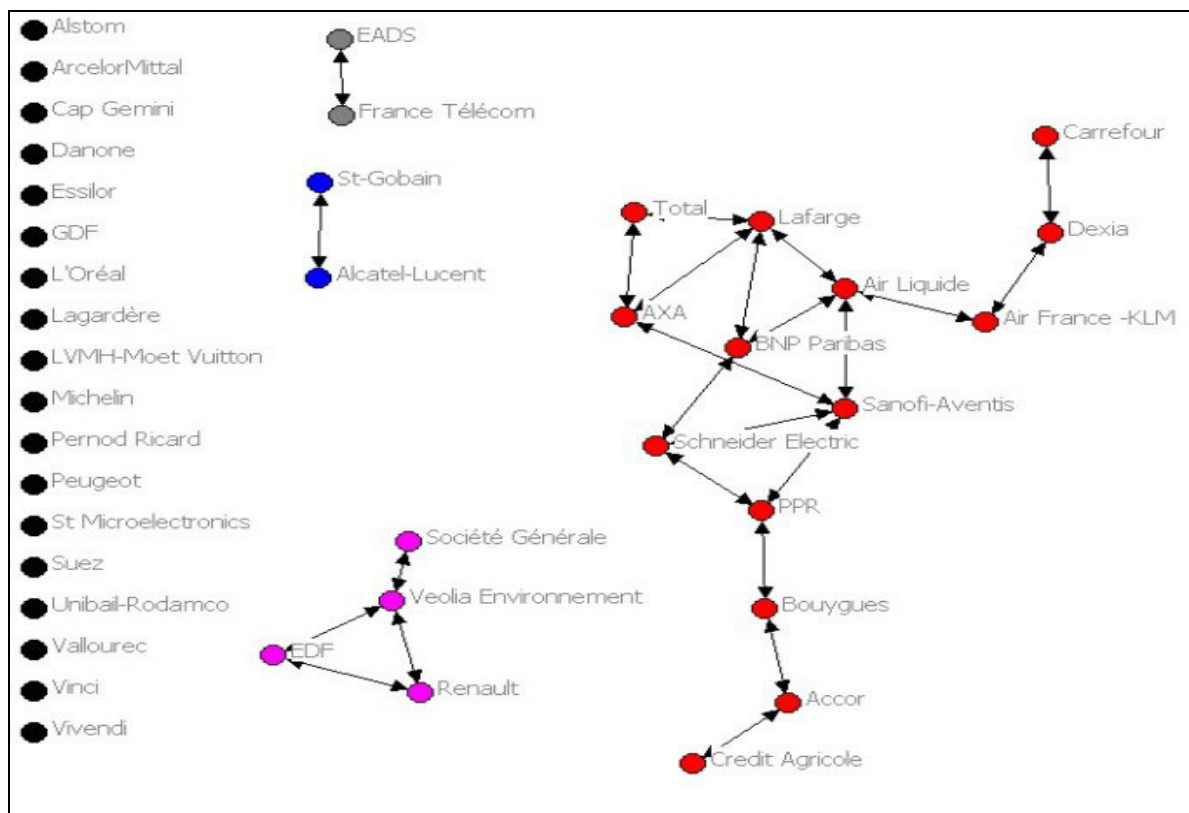
Serge Tchuruk, né en 1937, est diplômé de l'École Polytechnique en 1958, il débute sa carrière aux Etats-Unis dans le groupe Exxon Mobil, où il occupe plusieurs postes de 1964 à 1979. Il était Président directeur général de TOTAL de 1990 à 1995. Il est administrateur de TOTAL depuis 1989 et de Thalès. Il détient 61 060 actions du groupe TOTAL.

Le rapprochement du parcours de ces administrateurs avec celui de Thierry Desmarest, PDG de TOTAL de mai 1995 à février 2007, montre que l'ensemble de ces dirigeants sont issus de la même grande école : l'École Polytechnique. Ils entretiennent des relations amicales depuis plusieurs années (c'est le cas de Michel Pébereau et Bertrand Collomb qui se sont rencontrés pendant leur formation à l'X). Le rapport annuel 2007 du groupe TOTAL précise que « le comité des rémunérations examine les principaux critères et objectifs proposés par la

Direction générale en matière de rémunération des dirigeants du groupe et apporte tout conseil ». Cette déclaration montre que le comité des rémunérations n'a pas l'autorité sur la détermination des « critères et objectifs en matière de rémunération des dirigeants ». Il s'agit d'un choix à faire sur une liste pré-établie par la Direction générale. Les questions qui se posent : les membres du comité des rémunérations peuvent-ils s'opposer aux choix de la Direction générale sans compromettre la continuité de leurs fonctions au sein du conseil d'administration ? Pourquoi le comité des rémunérations n'intègre-t-il pas des représentants des autres parties prenantes autres que les actionnaires de référence et les dirigeants des autres sociétés ? (Les salariés par le biais du comité d'entreprise, les salariés actionnaires, les sous-traitants...). La quasi-totalité des membres des comités des rémunérations sont des dirigeants ou des anciens dirigeants des grandes sociétés. Certains sont qualifiés d'indépendant par le conseil d'administration en se référant aux critères définis par le rapport Bouton (2002). De plus certains présidents non exécutifs dont certains sont qualifiés d'indépendants, siègent et/ou président des comités des rémunérations. La rémunération de ces présidents est parfois très importante. En 2007, douze présidents non-exécutifs ont perçu une rémunération supérieure à un million d'euros (Proxinvest, 2008). De telles rémunérations exceptionnelles ne sont pas incluses dans le champ des conventions réglementées et ne sont pas prévues dans l'enveloppe totale des jetons de présence autorisée par l'assemblée générale des actionnaires. Comment se justifie l'attribution de ces rémunérations ? Peu d'éléments nous permettent aujourd'hui de répondre à cette question.



Graphique 7 : Liens entre les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2003



Graphique 8 : Liens entre les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2006

Tableau 18 : Classement des comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 selon l'indice de centralité de degré et de proximité en 2003

Groupe	Centralité de degré en nombre de liens	En %	Groupe	Centralité de proximité en %
1. AXA	7	0,095	AXA	4,881
2. Saint-Gobain	5	0,068	Total	4,851
3. PPR	5	0,068	Lafarge	4,845
4. Air Liquide	4	0,054	PPR	4,827
5. Lafarge	4	0,054	Saint-Gobain	4,815
6. BNP Paribas	4	0,054	Crédit Agricole	4,779
7. Total	4	0,054	Vivendi	4,779
8. Thalès	3	0,041	AGF	4,779
9. Schneider Electric	3	0,041	BNP Paribas	4,768
10. Vivendi	3	0,041	Thalès	4,762
11. Sanofi Synthélabo	3	0,041	Air liquide	4,762
12. Thomson	2	0,027	Sodexo Alliance	4,727
13. Accor	2	0,027	TF1	4,722
14. Danone	2	0,027	Bouygues	4,722
15. Sodexo Alliance	2	0,027	Alcatel	4,704
16. Crédit Agricole	2	0,027	Schneider Electric	4,699
17. Bouygues	2	0,027	Dexia	4,671
18. AGF	2	0,027	Sanofi Synthélabo	4,671
19. Suez	2	0,027	Thomson	4,659
20. TF1	2	0,027	France Télécom	4,659
21. France Télécom	2	0,027	Michelin	4,621
22. Peugeot	1	0,014	Suez	2,632
23. Carrefour	1	0,014	Danone	2,632
24. Véolia	1	0,014	Accor	2,632
25. Dexia	1	0,014	Carrefour	2,564
26. Cap Gemini	1	0,014	Véolia	2,564
27. Société Générale	1	0,014	Peugeot	2,564
28. Michelin	1	0,014	Cap Gemini	2,564
29. Vinci	1	0,014	Vinci	2,564
30. Alcatel	1	0,014	Société Générale	2,564

Source : Dardour A., résultats obtenus à l'aide du logiciel Ucinet 6, 2003.

Tableau 19 : Classement des comités des rémunérations selon l'indice de centralité de degré et de proximité en 2006

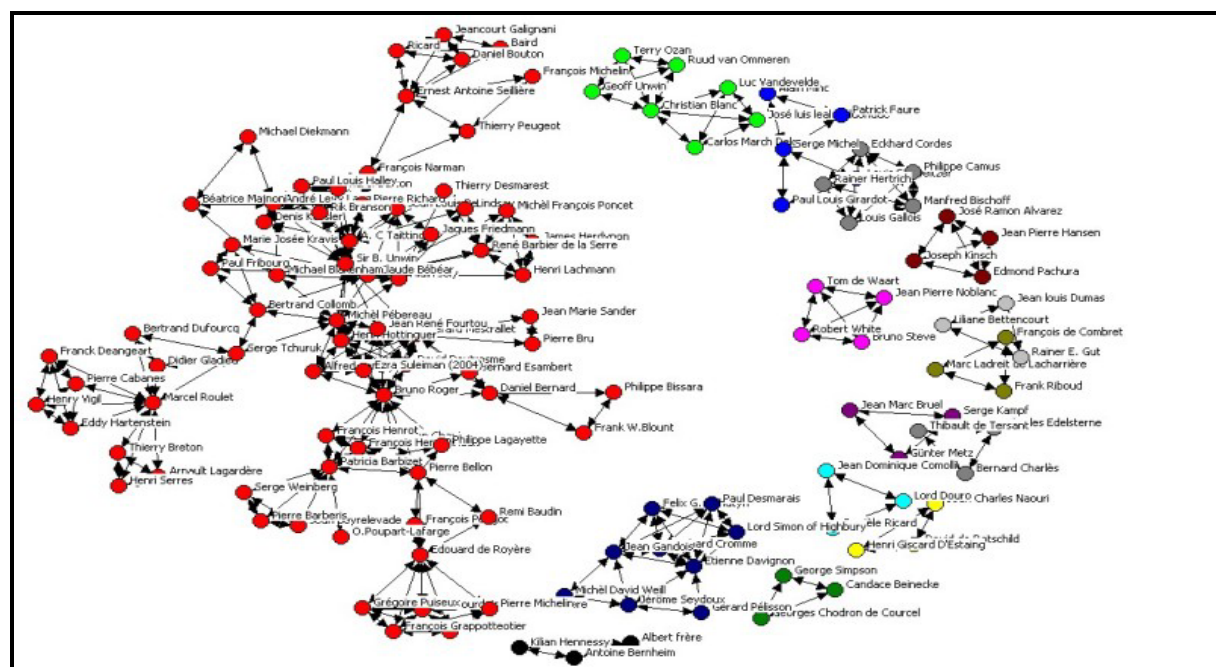
Groupe	Centralité de degré en nombre de liens	En %	Groupe	Centralité de proximité en %
1. Lafarge	4	0,083	1. Sanofi-Aventis	3,652
2. Sanofi-Aventis	4	0,083	2. Air Liquide	3,648
3. Air Liquide	4	0,083	3. PPR	3,638
4. Axa	3	0,063	4. BNP Paribas	3,635
5. Schneider Electric	3	0,063	5. Schneider Electric	3,628
6. PPR	3	0,063	6. Axa	3,621
7. Véolia	3	0,063	7. Lafarge	3,611
8. BNP Paribas	3	0,063	8. Air France-KLM	3,608
9. Air France-KLM	3	0,063	9. Bouygues	3,588
10. Total	2	0,042	10. Total	3,578
11. Dexia	2	0,042	11. Dexia	3,549
12. Bouygues	2	0,042	12. Accor	3,539
13. Accor	2	0,042	13. Carrefour	3,549
14. EDF	2	0,042	14. Crédit Agricole	3,539
15. Renault	2	0,042	15. Véolia Emt	2,703
16. EADS	1	0,021	16. EDF	2,701
17. Alcatel-Lucent	1	0,021	17. Renault	2,701
18. Crédit Agricole	1	0,021	18. Société générale	2,699
18. Carrefour	1	0,021	19. EADS	2,564
12. Société Générale	1	0,021	20. Alcatel-Lucent	2,564
21. Saint-Gobain	1	0,021	21. Saint-Gobain	2,564
22. France Télécom	1	0,021	22. France Télécom	2,564

Source : Dardour A., résultats obtenus à l'aide du logiciel Ucinet 6, 2006.

Tableau 20 : Classement des comités rémunérations des sociétés du CAC 40 selon la centralité d'intermédiarité en 2003 et en 2006

Groupe	Centralité d'intermédiarité	Groupe	Centralité d'intermédiarité
	2003 en %		2006 en %
1. Axa	15,99	1. Air Liquide	4,36
2. Total	9,17	2. Sanofi-Aventis	4,34
3. PPR	9,17	3. PPR	4,04
4. Lafarge	6,27	4. Air France-KLM	2,96
5. Thalès	4,86	5. Bouygues	2,96
6. Saint-Gobain	2,90	6. Dexia	1,61
7. AGF	2,56	7. Accor	1,62
8. Sodexo Alliance	2,56	8. Lafarge	1,15
9. Air Liquide	1,96	9. Axa	0,99
10. Vivendi	1,82	10. Schneider Electric	0,79
11. BNP Paribas	1,14	11. BNP Paribas	0,65
12. Schneider Electric	0,47	12. Véolia Envt	0,27

Source : Dardour A., résultats obtenus à l'aide du logiciel Ucinet 6, 2003 et 2006.



Graphique 9 : Liens entre les comités de rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2003 - Dimension individu

Tableau 21 : Nombre de sièges des administrateurs multi mandatés dans les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2003 et 2006.

Administrateur en 2003	Nombre de sièges dans les comités des rémunérations 2003	Administrateur en 2006	Nombre de sièges dans les comités des rémunérations 2006
Alain Joly	3	Alain Joly	3
Claude Bébéar	3	Lindsay Owen Jones	3
Gérard Mestrallet	3	René Barbier de la Serre	3
Michel Pébereau	3	Michel Pébereau	3
Patricia Parbizet	3	Daniel Bouton	2
Marcel Roulet	3	Pierre Richard	2
Bruno Roger	3	Claude Bébéar	2
Bertrand Collomb	2	Thierry Desmarest	2
Antoine E. Seillière	2	Patricia Parbizet	2
Daniel Bernard	2	Anne Claire Tattinger	2
André Lévy Lang	2	Arnaud Lagardère	2
Christian Blanc	2	Cornelis Van Lede	2
Edouard de Royère	2	Jean-René Fourtou	2
Etienne Davignon	2	Louis Schweitzer	2
Jean Gandois	2	Philippe Camus	2
Jérôme Seydoux	2	Serge Weinberg	2
Lindsay Owen Jones	2	Sylvia Jay	2
Pierre Bellon	2		
René Barbier de la Serre	2		
Serge Michel	2		
Serge Tchuruk	2		

Source : Dardour A., Dafsalien, 2003 et 2006.

3.1.5.3 La composition et l'activité des comités des rémunérations des sociétés du CAC 40

Tableau 22 : statistiques descriptives des principales variables sur la période 2002-2005

	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Mini	Maximum
Taille du comité des rémunérations	3,5	4	0,85	2	6
% Administrateurs indépendants du CR	43,68%	50%	36,96%	0%	100%
Nombre de réunions du CR par an	3,5	3	1,85	1	8
Taux de présence	92%	89%	6,65%	67%	100%

Source : Dardour A., rapports annuels, 2002-2005.

Les comités des rémunérations et les comités des nominations des sociétés du CAC 40 sont composés en moyenne de 44% d'administrateurs indépendants sur la période de l'étude. Ce taux est en nette progression puisqu'il a atteint 49% en 2006 contre 42,2% en 2003. Concernant le fonctionnement du comité des rémunérations, les sociétés indiquent le nombre de réunions et rarement le temps consacré à la préparation des dossiers et aux séances collectives de débat. Cette information serait plus pertinente que le nombre de réunions qui ne permet pas à la communauté financière de connaître le temps du travail collectif des membres du comité (IFGE, Gomez P-Y et al. 2006). Certaines sociétés détaillent l'ordre de jour de ces réunions. Sur la période 2002 à 2005, le nombre médian des réunions s'élevait à 3. Les réunions du comité des rémunérations semblent plus fréquentes lorsque la société rencontre des circonstances particulières comme le recrutement d'un nouveau dirigeant, la définition d'une nouvelle politique de rémunération et l'adaptation des pratiques de la société aux nouvelles règles juridiques (évaluation de la valeur des stock-options, déclaration des indemnités de départ, détermination des conditions de performance des rémunérations différées, opportunité de mise en place d'un plan d'attribution des actions gratuites). Toutefois, avec le développement des technologies de l'information et de communication, des échanges informels par visioconférence ou par mail peuvent avoir lieu.

En ce qui concerne la participation des membres de ce comité à ces réunions, le taux de présence médian atteint 89%. Ce taux est proche de ou égal à 100% lorsque le comité se réunit moins de trois fois par an et lorsque sa taille ne dépasse pas trois membres. Il est plus élevé que le taux de présence des membres du conseil d'administration qui est de l'ordre de 82%.

Tableau 23 : Taux de présence et nombre de réunions des comités des rémunérations en 2006

Comité des rémunérations du groupe :	Nombre de réunions 2006	Taux de présence en %
AIR FRANCE-KLM	1	100
AIR LIQUIDE	1	100
ALSTOM	4	95,5
ARCELOR-MITTAL	8	100
AXA	3	77
BOUYGUES	1	100
CAP GIMINI	6	86
DEXIA	2	100
EADS	5	95
ESSILOR INTER	3	NC
FRANCE TÉLÉCOM	7	NC
GROUPE DANONE	1	100
LAFARGE	3	NC
PEUGEOT	3	NC
RENAULT	4	100
SCHNEIDER ELECTRIC	3	100
SOCIÉTÉ GENERALE	8	80
TOTAL	3	NC
VALLOUREC	3	NC
VEOLIA	2	100
VINCI	3	89
VIVENDI	2	88

Source : Dardour A., rapports annuels, 2006.

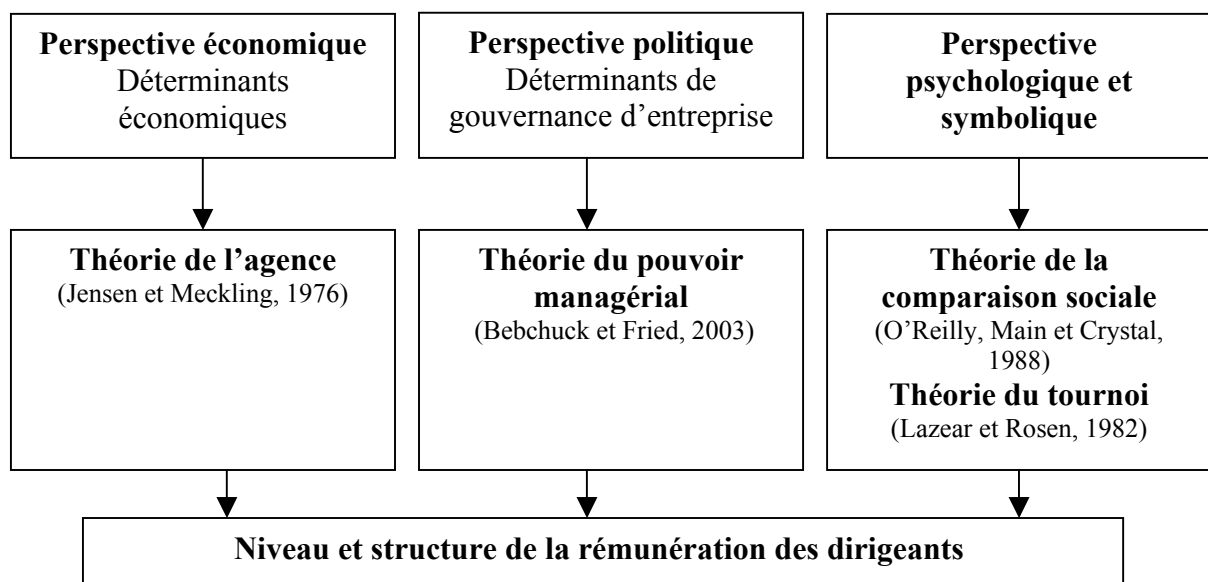
3.2 La théorie du tournoi

Dans un modèle de tournoi (Lazear et Rosen, 1981), obtenir une promotion peut être comparé à gagner à une loterie (une rémunération plus élevée) dans laquelle les acteurs peuvent influencer leur chance de gagner. Plus la hausse de la rémunération est importante et plus les individus sont motivés à entreprendre des actions pour obtenir cette augmentation de rémunération. Ainsi, plus les écarts de rémunération entre les niveaux hiérarchiques sont grands, plus les individus s'efforcent d'améliorer leur rendement pour obtenir une promotion. Or, à mesure que l'on gravit les échelons, la probabilité d'obtenir une promotion diminue. Il y a de moins en moins de postes relativement au nombre de candidats potentiels. Par conséquent, pour inciter les individus à fournir des efforts, il faut offrir des rémunérations

croissantes jusqu'au sommet de la hiérarchie, de façon à compenser le risque toujours plus important de ne pas être promu. La rémunération des cadres supérieurs dépend à la fois du rendement actuel et du rendement passé des intéressés ; c'est ce qui encourage les cadres intermédiaires à engager plus d'efforts pour obtenir une promotion. D'après Roussel et Trepo (1999), dans un contexte de tournoi, les dirigeants seraient motivés à la fois par le niveau de rémunération des échelons supérieurs et par la valeur symbolique qui est attachée au différentiel de rémunération, c'est-à-dire celle de leader suprême.

De ce point de vue, le dirigeant est rémunéré non seulement sur la base de sa contribution aux résultats de l'entreprise, mais également en fonction de sa position dans l'échelle hiérarchique. Selon Simon (1957), le niveau de rémunération des dirigeants croît principalement avec l'augmentation du nombre de niveaux hiérarchiques dans la firme. Cela résulte du souci de différencier les rémunérations selon la position de chacun dans l'échelle hiérarchique. Les grandes entreprises ont tendance à avoir plus de niveaux hiérarchiques et un plus grand éventail de contrôle à chaque niveau que les entreprises de taille modeste. Par conséquent, la rémunération des dirigeants et la taille de l'entreprise devraient être corrélées. D'ailleurs, l'association positive entre la taille de l'entreprise et la rémunération est le résultat le plus consistant dans la littérature empirique sur la rémunération des dirigeants.

Le graphique 10 présente les trois principales perspectives développées par les études empiriques sur la rémunération des dirigeants :



Graphique 10 : Perspectives explicatives de la rémunération des dirigeants

4. Conclusion

Plusieurs approches théoriques sont déployées pour tenter de comprendre la complexité des stratégies de rémunération des dirigeants d'entreprise. Ces approches sont complémentaires. La théorie de l'agence a étudié les coûts associés aux conflits d'intérêts entre le principal et l'agent (Tosi, Katz et Gomez-Mejia, 1997 ; Fama et Jensen, 1983 ; Jensen et Meckling, 1976). La théorie du marché du travail a mis l'accent sur la relation entre l'offre et la demande sur le marché du travail et la rémunération (Fama 1980 ; Fama et Jensen 1983). La théorie de la discrétion managériale s'intéresse à la relation entre la latitude dont dispose le dirigeant et le niveau de la rémunération et de la performance (Finkelstein et Hambrick, 1990 ; Hambrick et Finkelstein, 1987 ; Murphy, 1999 ; Wright et Kroll, 2002). La perspective politique s'intéresse aux mesures conventionnelles de bonne gouvernance d'entreprise qui ont pour but d'équilibrer les organes de pouvoir dans l'entreprise et en particulier de limiter le pouvoir du dirigeant. Enfin, la perspective psychologique s'intéresse à travers les processus de psychologie sociale à mesurer le phénomène de comparaison sociale et son impact sur les décisions en matière de rémunération. Cette approche se distingue de la théorie de l'agence puisque la notion de performance de la firme n'est plus le critère qui justifie la rémunération des dirigeants. Les interactions entre les groupes d'individus ayant une forte proximité démographique deviennent le centre de l'analyse des rémunérations des dirigeants.

La littérature qui développe ces théories a lié la rémunération des dirigeants à un grand nombre de déterminants. Premièrement, des déterminants économiques comme la taille de l'entreprise, la performance de l'entreprise, le secteur d'activité, l'internationalisation de l'entreprise, le risque pour l'entreprise, etc. Deuxièmement, des déterminants liés à la composition du conseil et à la structure du capital. Enfin, les déterminants psychologiques comme la dualité du conseil, le rôle du dirigeant dans la nomination des administrateurs, etc. La liste des déterminants cités n'est pas exhaustive, le tableau 24 met en évidence les recherches effectuées selon la nature des principaux déterminants de la rémunération des dirigeants (CEO).

Les résultats obtenus restent le plus souvent ambigus et contradictoires. Les liens supposés entre la rémunération des dirigeants et la performance ne sont pas systématiquement confirmés (Charreaux et Desbrières, 1997).

Tableau 24 : Synthèse des principales recherches sur la rémunération du CEO

Approches	Principales recherches
Théorie de l'agence	Bebchuk et Fried (2003), Wright et Kroll (2002), Bertrand et Mullainathan (2001), Tosi, Katz et Gomez-Mejia (1997), Jensen et Murphy (1990), Tosi et Gomez-Mejia (1989), Fama (1983), Jensen et Meckling (1976).
Performance de la firme (Approche économique)	Albouy (2004), Tosi et Gomez-Mejia (1994), Gomez-Mejia (1992), Abowd (1990), Antle et Smith (1986), Gomez-Mejia, Tosi, Hinkon (1987), Murphy (1985), Prasad (1974). Roberts (1956).
Théorie du tournoi (Approche symbolique)	Rajagopalan et Finkelstein (1992), O'Reilly, Main et Crystal (1988), Lazear et Rosen (1982), Simon (1957), Roussel et Trepo (1999).
Intensité du contrôle du conseil d'administration (Approche politique)	Bebchuck et Fried (2003), Bebchuck, Fried et Walker (2002), Hallock (2002), Anderson et Bizjak (2001), Daily, Johnson, Ellstrand et Dalton (1998), Westphal (1997), Lorsch (1995), Brickley et al. (1994), Westphal et Zajac (1995), Boyd (1993), Hermalin et Weisbach (1988), Pfeffer (1972).
Latitude managériale (Approche stratégique)	Finkelstein et Boyd (1998), Hambrick et Abrahamson (1995), Finkelstein et Hambrick (1990), Hambrick et Finkelstein (1987), Salanick et Pfeffer (1977).
Réseaux sociaux (Approche sociologique)	Fich et White (2003), Geletkanycz, Boyd et Finkelstein (2001), Core, Holthausen et Larker (1999), Alcouffe et Alcouffe (1998), Daily, Johnson, Ellstrand et Dalton (1998), Hallok (1997), Westphal et Zajac (1995), O'Reilly, Main et Crystal (1988), Zajac (1988).
Partage du risque	Aggarwal et Samwick (2003), Miller, Wiseman et Gomez-Mejia (2002), Beatty et Zajac (1994), Gaver et Gaver (1995), Kerr et Bettis (1987).

CHAPITRE 2 : LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : LA PERSPECTIVE POLITIQUE

1. Les définitions de la gouvernance d'entreprise

Le débat sur la gouvernance des entreprises a connu une évolution au niveau des approches d'analyse. Au moins deux principales approches ont été développées : l'approche disciplinaire et l'approche cognitive. L'approche disciplinaire a elle-même connu une évolution dans la mesure où elle est passée d'une approche essentiellement centrée sur l'actionnaire à une approche prenant en compte l'intérêt de l'ensemble des partenaires de l'entreprise.

1.1 L'approche disciplinaire de la gouvernance

1.1.1 L'approche actionnariale

D'après Charreaux (1997, p. 1) « le gouvernement d'entreprise recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Selon cette définition, l'objet du gouvernement d'entreprise est principalement de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Selon Gomez (2003, p. 185) « du point de vue juridique, le pouvoir discrétionnaire d'un dirigeant se définit par les limites que lui opposent les institutions ou les règles ». L'auteur considère trois catégories de pouvoir institutionnalisé : le pouvoir discrétionnaire, le pouvoir souverain et le pouvoir contrôlé. Le pouvoir est dit discrétionnaire lorsque les décisions de direction ne sont ni motivées, ni contrôlées. Il est considéré comme souverain lorsque celui qui exerce le pouvoir doit motiver ses décisions sans pour autant être contrôlé. Enfin, le pouvoir est contrôlé lorsque les décisions prises sont motivées et contrôlées. Gomez (2003, p. 186) affirme que « l'évolution des théories de gouvernement des entreprises rend compte de celle de la taille de l'espace discrétionnaire accordé au dirigeant ». Cet espace discrétionnaire est influencé par le

développement de la propriété privée des moyens de production. Ainsi, le sentier historique traversé par la gouvernance d'entreprise peut être divisé en trois principales périodes :

- Au début du 19^e siècle, la plupart des firmes appartiennent à des familles ou des groupes de familles qui exerçaient une autorité patrimoniale sur leurs employés. Dans ces entreprises, le pouvoir discrétionnaire du dirigeant propriétaire est absolu puisqu'il assume seul la responsabilité économique devant la loi et la responsabilité morale devant sa famille, ses employés et son environnement. Le propriétaire privé est rémunéré par le profit réalisé par son bien, il a donc intérêt à optimiser sa gestion.

- A partir du début du 20^e siècle, l'entreprise familiale entre en déclin (Fligstein, 1990). Ce déclin se manifeste par deux principaux changements. D'une part, afin d'assurer sa croissance, l'entreprise familiale décide d'ouvrir son capital social permettant le développement d'un capitalisme managérial, notamment aux Etats-Unis. D'autre part, la complexité des activités a nécessité de recruter des « managers » détenant les expertises techniques nécessaires pour conduire le développement de l'entreprise. L'arrivée des dirigeants professionnels pose la question de distinction entre le pouvoir de direction, légitimé par les compétences managériales, et le pouvoir dérivant de la propriété (Berle et Means, 1932). Dans ce cas de figure, le rôle des actionnaires consiste à exercer un contre-pouvoir indispensable pour éviter que le pouvoir discrétionnaire du manager soit sans limites et donc éventuellement contre performant. Mais ce contre-pouvoir ne va pas jusqu'au contrôle, il dessine les limites du pouvoir souverain du dirigeant » (Gomez, 2003). Les actionnaires exercent un devoir de contrôle essentiellement fondé sur le résultat final des décisions prises par le dirigeant.

- A partir des années 1970, un « capitalisme institutionnel » (Windolf, 1999) est apparu. Il se caractérise par la massification de l'actionnariat comme conséquence de la prolifération des investisseurs institutionnels et le développement du rôle des marchés financiers dans le financement des entreprises. Les gestionnaires de fonds d'épargne cherchent à orienter les stratégies de manière à maximiser le rendement de leur placement. Leur intérêt est d'autant plus grand qu'ils sont rémunérés en pourcentage des profits dégagés par les fonds qu'ils gèrent. Le pouvoir souverain du dirigeant se trouve ainsi limité par de nouvelles règles de gouvernance le contraignant à plus de transparence et de contrôle. Les notions de transparence et de contrôle sont au cœur des codes de gouvernance qui se sont multipliés, depuis les années 1990, en Europe (Cadbury, 1992 ; Viénot, 1995, 1999 ; KonTrag allemande, 1998...). Des lois, comme la loi NRE (2001) en France ou la loi Sarbanes Oxley aux Etats-Unis ont progressivement étendu la protection des actionnaires et durci les règles de

communication de l'information (les rapports sur le contrôle interne et les audits obligatoires, rapport sur la responsabilité sociale de l'entreprise) pour garantir au marché une meilleure information sur la situation interne de l'entreprise.

Dans le cadre de ces discussions, un débat s'est ouvert en Europe sur la gouvernance d'entreprise. Le rapport Cadbury (1992) définit la *corporate governance* comme « le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées ». Si ce rapport distingue clairement deux notions : la direction et le contrôle des sociétés, il ne précise pas le système auquel il fait référence ni aux acteurs concernés par ce système.

La définition proposée par Jensen et Meckling (1976) est plus précise que celle suggérée par le rapport Cadbury. En effet, les auteurs définissent le système de gouvernance comme « les moyens par lesquels les investisseurs financiers en général et les actionnaires en particulier peuvent s'assurer de la rentabilité de leur investissement ». Le rôle des mécanismes de gouvernance dans ce cas est réduit à préserver la rentabilité de l'investissement financier (Schleifer et Vishny, 1997) en contraignant le dirigeant à poursuivre l'objectif de la maximisation de la richesse des actionnaires. Les investisseurs financiers sont présumés créanciers résiduels exclusifs ayant le droit de recevoir la rente créée par la firme. Les autres apporteurs de ressources participant au nœud de contrats sont rémunérés à leur coût d'opportunité. Ce modèle de gouvernance centré sur les intérêts des investisseurs financiers est l'objet de nombreuses critiques. Sa principale limite provient du lien peu évident entre discipline du dirigeant et création de valeur actionnariale. Pour appuyer cette limite, Gupta et al. (2003) affirment que la valeur pour l'actionnaire devrait être perçue comme un mécanisme de contrôle des dirigeants et non comme le but ultime de l'organisation. Ainsi, se développe le débat autour de l'opposition entre l'approche actionnariale, compatible avec le cadre conceptuel bipolaire imposé par le modèle de l'agence, et l'approche partenariale, compatible avec une « représentation commune des parties prenantes comme constitutives de l'objet de l'entreprise » (Gomez, 2003).

1.1.2 L'approche partenariale de la gouvernance

L'approche partenariale plonge ses racines dans la représentation de la firme comme une équipe de production au sein de laquelle la création de valeur est due aux synergies entre les différents facteurs de production. L'aménagement du schéma de la création de valeur par rapport à l'approche actionnariale intervient au niveau de la répartition en contestant le statut de créanciers résiduels exclusifs des actionnaires. Cette approche conduit à étudier le système

de gouvernance en vertu de sa capacité à créer de la valeur sociale, égale à la différence entre la somme des revenus évalués au prix d'opportunité et celles des coûts d'opportunité pour les différents facteurs de production. Hill et Jones (1992) ont élaboré à partir du travail de Jensen et Meckling (1976) une théorie des parties prenantes de l'agence (*Stakeholder-Agency theory*). Cette théorie dépasse le seul conflit principal-agent et l'étend à l'ensemble des parties prenantes¹⁷ de l'organisation. Le statut de créancier résiduel exclusif de l'actionnaire est de ce fait remis en cause car la valeur créée bénéficie à tous les apporteurs de ressources. Selon ce schéma, les parties prenantes ne sont incitées à contribuer à la création de la rente que si elles se partagent une partie de la rente créée. Elles accèdent ainsi au rang de créancier résiduel. Dans la perspective partenariale, la gouvernance d'entreprise est définie comme un problème impliquant un agent (le dirigeant) et ses multiples mandataires (actionnaires, fournisseurs, clients, employés...), ainsi que toutes les parties prenantes avec lesquelles le dirigeant est en relation d'affaire au nom de la société (Betch, Bolton et Röel, 2002). Le dirigeant a la responsabilité de concilier les intérêts divergents en prenant les décisions stratégiques de la façon la plus cohérente avec les attentes des différentes parties prenantes de la firme.

1.2 L'approche cognitive de la gouvernance

Langlois et Foss (1999) indiquent que la majorité des études liées aux théories contractuelles de l'organisation, en se focalisant exclusivement sur la notion d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêts qu'elle induit, ne propose pas une analyse du processus de création de valeur. En ne s'intéressant qu'à la répartition de la valeur, ces travaux occultent donc la dimension productive de la construction de la valeur par l'entreprise et ne donnent pas toute leur place à des leviers tels que la compétence, la connaissance, l'innovation et l'apprentissage qui semblent jouer un rôle important dans la recherche plus compétitive, source de création de valeur d'une façon durable.

Les théories cognitives mettent particulièrement l'accent sur la création interne de connaissances issues de l'apprentissage organisationnel. La performance résulte davantage de l'aptitude du dirigeant à imaginer, à innover, à percevoir de nouvelles opportunités d'investissements et à agir sur leur environnement afin de le modifier que dans sa capacité à restructurer les processus actuels (Prahalad, 1994 ; Lazonick et O'Sullivan, 1998). La firme est perçue comme un répertoire de connaissances et non exclusivement comme un nœud de

¹⁷ Selon Freeman (1984, p. 46), les parties prenantes sont composées de « tout individu, groupe d'individus qui peut affecter ou peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation ».

contrats. La création de valeur dépend en priorité de l'identité et des compétences distinctives de celle-ci, ainsi que de sa capacité à créer de la connaissance (Teece, Rumelt, Dosi et Winter, 1994). L'approche cognitive accorde une place plus importante à l'apport de capital intellectuel dans la création de valeur (Roos, Roos, Dragonetti et Edvinsson, 1997). Ainsi, dans le cadre de l'approche cognitive de la gouvernance, l'optimisation des coûts cognitifs constitue le principal levier de création de valeur. Contrairement aux courants contractuels de la gouvernance, dans le courant cognitif, le problème n'est pas celui de l'alignement des intérêts des dirigeants et des apporteurs de ressources mais celui de la coordination qualitative, de l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation : des ajustements cognitifs entre les différentes parties prenantes. Charreaux (2002a) définit alors la gouvernance d'entreprise comme l'ensemble des mécanismes permettant d'augmenter le potentiel de création de valeur par l'apprentissage et par l'innovation. Selon Poincelot et Wegmann (2004), dans une perspective cognitive, les mécanismes de gouvernance doivent permettre d'éclairer le management sur la façon d'atteindre les objectifs qui lui sont assignés. Les mécanismes de contrôle des dirigeants ont donc pour objectif de garantir la pérennité de l'organisation. Dans ce cadre, le conseil d'administration joue un rôle cognitif lorsqu'il est considéré comme un lieu d'échanges et de discussions où des administrateurs compétents sont en mesure de peser sur les capacités de management du dirigeant et où le débat permet de lever certains désaccords quant à l'intérêt de la stratégie à suivre. Les mécanismes de gouvernance doivent donc guider le dirigeant et lui permettre de prendre des décisions susceptibles de créer de la valeur à travers l'innovation et l'apprentissage organisationnel.

Aoki (1998, 2000, p. 11) a étudié cet aspect de la gouvernance en introduisant certains aspects internes associés aux caractéristiques de l'entreprise en tant que « processeur d'information » qui fait intervenir des schémas cognitifs d'interprétation. Selon lui, le rôle de la gouvernance serait un système de contrôle des schémas possibles permettant d'organiser les fonctions d'allocation de l'information entre les différents participants à l'organisation.

Cette vision proactive de la gouvernance regroupe notamment la théorie comportementale de la firme inspirée des travaux de Simon (1947) et de Cyert et March (1963), de la théorie évolutionniste, de la théorie de l'apprentissage organisationnel et des théories des ressources et des compétences de Penrose (1959).

Dans la vision cognitive de la gouvernance, le rôle du conseil d'administration dépasse la seule défense des intérêts des actionnaires, il constitue un mécanisme chargé d'assurer la meilleure coopération possible entre le dirigeant et les actionnaires (Charreaux, 2000). Il intervient comme un organe hiérarchique qui, outre son rôle d'arbitre dans le partage de la

rente, doit encourager le travail en équipe. Cette nouvelle représentation du conseil permet de mieux comprendre la présence d'administrateurs comme les salariés, les banquiers et les fournisseurs. Ainsi, les administrateurs internes permettent non seulement de défendre leurs investissements spécifiques, mais également d'apporter de nouvelles informations afin d'accroître la création de valeur. Le rôle du conseil d'administration ne se limite plus à surveiller les dirigeants au profit des actionnaires, il intervient également pour protéger l'ensemble des relations créatrices de valeur, préserver et accroître le caractère productif du nœud de contrats, soit en assurant un partage suffisamment équitable et incitatif entre les différents partenaires, soit en apportant une expertise (Charreaux, 2000). L'entreprise représente un système de parties prenantes ayant pour but la création de valeur pour les différentes parties prenantes (Clarkson, 1994). L'objectif des mécanismes de gouvernance devrait être de maximiser la création globale de la richesse par l'entreprise.

Bien que l'approche des parties prenantes soit plus large que l'approche financière, elle reste cependant prisonnière de la vision contractuelle. Les questions d'acquisition et de création de valeur ainsi que celles des compétences sont ignorées dans ces théories contractuelles. Elle reste également limitée, en n'explorant pas la dimension cognitive du processus de création de la valeur qui peut permettre de donner une orientation différente à la théorie de la gouvernance.

1.3 La gouvernance d'entreprise en France

En France, la conception de l'entreprise reste dominée par la notion **d'intérêt social**, c'est à dire « l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même » comme le montre le rapport Viénot I (1995), qui considère l'entreprise comme un « agent économique autonome poursuivant des fins propres, distinctes de celles de ses actionnaires, ses salariés, ses créanciers, ses fournisseurs, ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise »¹⁸. Cette notion d'intérêt social est empreinte de subjectivité, elle est découverte par la jurisprudence. Celle-ci a érigé l'intérêt social en droit des sociétés, afin d'assurer le fonctionnement et la protection de la société et de ses composantes. La jurisprudence n'a pas donné de définition précise de l'intérêt social, ce

¹⁸ Rapport Viénot I (1995), Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport du groupe de travail de l'Association Française des Entreprises Privées et du Conseil National du Patronat Français, juillet, p. 8. Disponible sur le site : http://www.medef.fr/medias/upload/510_FICHER.pdf

qui lui permet de définir les contours de celui-ci au cas par cas. Deux approches sont possibles : une première approche qualifiée d'institutionnelle définit l'intérêt social comme l'intérêt propre d'une entité, celui d'une personne morale distincte des parties qui la composent. La deuxième approche qualifiée de contractuelle considère l'intérêt social comme l'intérêt commun des actionnaires ou des associés. Le législateur français, lors du vote de la loi du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière, semble avoir rompu avec la conception de l'intérêt social vue comme seul intérêt des associés. De fait, l'intérêt de l'entreprise ne peut résider qu'en la conciliation d'intérêts convergents. Ainsi, « à côté des propriétaires, sont replacés les autres acteurs de la vie de l'entreprise et dont l'intérêt social assure en quelque sorte la fusion des intérêts » (Alcouffe C. 2004). L'intérêt social justifie la poursuite par l'entreprise d'intérêts et de buts non seulement différents de ceux des associés, mais encore placés au-dessus des leurs.

Selon Alcouffe et Alcouffe (1998), la notion d'intérêt social comporte un enjeu de pouvoir. En privilégiant « l'intérêt général commun », les dirigeants, en charge de multiples intérêts opposés, disposent d'une liberté d'action accrue et s'éloignent du contrôle de leurs actionnaires.

En France, les caractéristiques du système de gouvernance découlent des combinaisons des deux approches déjà citées. Dans le modèle actionnarial, la discipline des dirigeants est censée se réaliser par le marché des prises de contrôle des entreprises, par l'obligation de la transparence de l'information financière et par le marché du travail des équipes dirigeantes.

Dans le modèle partenarial, la régulation du comportement du dirigeant n'est pas assurée par les mécanismes du marché mais par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance et par le contrôle mutuel entre les dirigeants de la firme. Les statuts de l'entreprise peuvent amener d'autres parties prenantes (banques, syndicats, clients, etc.) à exercer également un contrôle sur les dirigeants. Ceux-ci sont beaucoup plus enclins que dans le modèle de type *shareholders* à ménager différents types d'intérêts.

Le débat sur la gouvernance d'entreprise en France s'est accentué au début des années 1990. En effet, sous la pression des investisseurs institutionnels anglo-saxons qui ont choisi d'investir massivement dans les entreprises françaises, se sont posées des questions quant à la qualité du contrôle exercé par le conseil d'administration des sociétés cotées : le conseil est-il une « chambre d'enregistrement » ou un organe de contre-pouvoir, de surveillance des dirigeants et également un lieu de critique ouvert au dialogue avec les dirigeants de l'entreprise ? quels sont ses modes d'intervention ?

Tableau 25 : Tableau comparatif des modèles de gouvernance

	Réseau : modèle <i>Stakeholder</i>	Marché : modèle <i>Shareholder</i>
Influence, structure et protection des actionnaires	Influence globale restreinte par le système de la cogestion et l'influence des banques, actionnariat concentré et rarement renouvelé, faible protection des actionnaires minoritaires.	Forte influence sur le gouvernement d'entreprise, dispersion élevée de la propriété (ménages et investisseurs institutionnels), renouvellement fréquent, protection des actionnaires minoritaires.
Influence des salariés	Forte, modèle de cogestion entre le travail et le capital, présence dans le conseil de surveillance.	Faible, absence d'un système de cogestion institutionnalisée.
Influence des banques comme <i>Stakeholder</i>	- Influence élevée à cause des participations (présence dans le directoire et/ou dans le conseil de délégation) et du système de délégation de vote des clients bancaires. - Influence des banques sur d'autres entreprises par un système de participations (croisées) complexes.	Faible influence des banques sur le contrôle et les décisions opératoires, leur rôle concerne davantage le financement à plus court terme.
Financement	Prédominance du crédit	Prédominance de la finance directe (financier)
Contrôle du management	Interne (absence d'un marché de contrôle efficace) par les <i>stakeholders</i> (banques, salariés), obligations moins strictes d'informations du public	Externe (marché de contrôle diversifié et efficace) par le marché, OPA, management <i>buy-out</i> , obligations plus strictes d'information du public.
Organisation interne du management	Modèle dual avec séparation entre le directoire et le conseil de surveillance.	Modèle basé sur un conseil d'administration composé de directeurs exécutifs et non exécutifs (les derniers contrôlant les décisions des premiers).
Rémunération des dirigeants	Incitations pécuniaires limitées	Incitations pécuniaires fortes par un système étendu de stock-options
Législation en cas de faillite	Priorité donnée à la protection de l'entreprise débitrice	Législation qui protège les droits des créanciers
Evolution et orientation de l'activité	Stratégie de long terme, stabilisation et expansion	Bénéfice à court terme, maximisation du profit, principe du <i>Shareholder value</i> (création de valeur)
Capitalisation boursière	Faible	Elevée

Source : Problèmes économiques, 1^{er} mars 2006, n° 2894, p. 31.

Dans la section suivante nous présentons l'historique et les rôles et responsabilités du conseil ainsi que ses caractéristiques. Puis, les interactions possibles entre certaines caractéristiques du conseil d'administration et la rémunération des dirigeants sont présentées. Ensuite, nous décrirons les réseaux des liens sociaux des conseils d'administration des sociétés cotées au SBF 250. Enfin, nous mettrons l'accent sur le rôle du comité des rémunérations.

1.4 Le conseil d'administration

Les codes de « bonnes pratiques de gouvernance » parus en Europe depuis 1992 sont convergents en ce qui concerne les principales recommandations, en particulier sur l'amélioration du fonctionnement des conseils d'administration et en ce qui concerne le renforcement des mécanismes qui obligent les entreprises à rendre compte à leurs actionnaires (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004, p. 418). En France, la publication des rapports publics sur le gouvernement d'entreprise a donné un nouvel essor à la réflexion sur le conseil d'administration. Le premier rapport Viénot (1995) est entièrement consacré à « la composition, les attributions et le mode de fonctionnement des conseils d'administration des sociétés cotées ». Le conseil d'administration est l'organe chargé de déterminer la politique de rémunération des dirigeants à l'aide de son comité des rémunérations, le cas échéant. Pour cela, cet organe doit avoir une connaissance du degré d'implication du dirigeant, son effort déployé pour la réussite des projets de l'entreprise. La loi de 1966 n'a pas prévu des droits propres d'information aux administrateurs. Ce n'est qu'à partir de 1985 que ce droit à l'information a été reconnu par la cour de cassation. Par une première décision en date du 2 juillet 1985 (Arrêt Cointreau), elle a en effet reconnu ce droit sur le fondement de l'article 98, du fait que « le conseil d'administration est appelé à agir au nom de la société, qu'il s'ensuit que le Président de ce conseil d'administration doit mettre les administrateurs en mesure de remplir leur mission en toute connaissance de cause¹⁹ ». De plus, les Commissaires aux Comptes font d'abord leur rapport au Président et ne présentent leurs réserves au conseil que si les dirigeants n'engagent pas les actions correctives (Alcouffe et Alcouffe 1998, p. 4). Par ailleurs, il incombe aux administrateurs de demander l'information auprès du Président du conseil pour « exercer une surveillance active et efficace de la direction de la société²⁰ ». Il

¹⁹ Cass.com., 2 juillet 1985, consorts Cointreau et autres contre société Rémy-Martin et autres, Bull., 1987, IV, n° 203, p.169; *Rev. Soc.* 1986, 231, note P. Le Cannu ; *JCP*, éd. G., 1985. II. 20518.

²⁰ Cours d'appel de Paris, 4 février 1994.

apparaît que le droit à l'information ne peut être que médiatisé. L'administrateur n'a pas un accès direct à l'information mais un accès au travers de la personne du Président.

La loi a récemment consacré le principe selon lequel le Président ou le directeur général est tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Les modalités d'exercice de ce droit de communication et les obligations de confidentialité qui lui sont attachées doivent être précisées par le règlement intérieur du conseil d'administration auquel revient, le cas échéant, le soin d'apprécier le caractère utile des documents demandés.

1.4.1 Les aspects historiques et juridiques

La notion de conseil d'administration (désormais CA) a vu le jour avec la création de l'ancêtre de la société anonyme : la compagnie française des Indes Occidentales et Orientales en 1664. C'est un conseil restreint qui dirigeait cette compagnie et qui imposait ses décisions aux assemblées d'actionnaires en jouissant d'un pouvoir quasi illimité. Le Code de Commerce Napoléonien de 1807 a permis la naissance de la société en commandite par actions. Ce statut juridique était le statut privilégié des grandes entreprises françaises jusqu'en 1867. Le Code de Commerce de 1807 crée parallèlement un statut de Société Anonyme (ci-après SA), proche de ce que nous connaissons aujourd'hui, avec un conseil d'administration représentant les actionnaires et censé contrôler l'action du dirigeant. Mais il soumettait la création d'une SA à une procédure lourde et coûteuse. La création d'une SA était régie par un système d'autorisation gouvernementale préalable à la création de la société. Cette autorisation pouvait être retirée à tout moment, ce qui explique le faible nombre de création de sociétés anonymes. En effet, entre 1840 et 1867, 5 298 commandites par actions ont été créées contre seulement 485 sociétés anonymes (Batch, 2005). La loi du 24 juillet 1867 supprime l'obligation d'autorisation gouvernementale pour la création de SA. Cette loi marque le début d'une nouvelle ère pour les SA. La loi de 1867 n'avait pas institué un CA, mais elle évoquait l'existence de mandataires « à temps » pris parmi les associés²¹. Elle leur fixait comme tâche d'administrer la société, ce qui explique qu'ils étaient désignés par les statuts des sociétés sous le nom d'administrateurs qui se réunissaient au sein du conseil

²¹ Article 22 alinéa 1 de la loi du 24 juillet 1867 : « Les sociétés anonymes sont administrées par un ou plusieurs mandataires à temps, révocables, salariés ou gratuits, pris parmi les associés... ».

d'administration. Ainsi, l'existence des administrateurs, du conseil d'administration et de son Président n'était pas prévue par la loi de 1867 mais a résulté de la pratique²².

La notion du CA apparaît, certes tardivement, dans la législation française, dès la loi du 26 avril 1917, qui réglementait les SA à participation ouvrière. À cette période, il restait facultatif. Il ne devient obligatoire qu'avec la loi du 16 novembre 1940 (modifiée par la loi du 4 mars 1943) dont l'article premier dispose : « la société anonyme est administrée par un conseil de trois membres au moins et de douze au plus ». La loi du 4 mars 1943 sus mentionnée a été instaurée par le gouvernement de Vichy. Elle imposait la concentration des fonctions de président du conseil d'administration et d'administrateur délégué²³ entre les mains d'une seule personne qui prenait le titre de Président-Directeur Général (PDG). Ce titre a été remplacé par la loi du 24 juillet 1966 par celui de Président du CA mais reste utilisé en pratique. L'effectif maximum du CA a été revu à la hausse. En effet, selon l'article 89 de la loi du 24 juillet 1966, « la société anonyme est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins, les statuts fixent le nombre maximum des membres du conseil qui ne peut dépasser vingt-quatre ». Cette limitation vise à empêcher la création de conseils comprenant un nombre trop élevé d'administrateurs, qui pourrait altérer le bon fonctionnement de l'organe, en retardant ou en rendant plus difficile la prise de décisions.

La doctrine et la jurisprudence s'accordent à considérer que la SA est régie par un principe particulièrement astreignant : celui de la hiérarchie des organes et de séparation des pouvoirs²⁴. La décision jurisprudentielle de référence, en la matière, est l'arrêt Motte, de la cour de cassation du 4 juin 1946. Dans cette décision, les magistrats ont en effet considéré que « la SA est une société dont les organes sont hiérarchisés et dans laquelle l'administration est exercée par un conseil élu par l'assemblée générale ; qu'il n'appartient pas à l'assemblée générale d'empiéter sur les prérogatives du conseil en matière d'administration...»²⁵.

²² CONAC P. H. (2001). La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes par le projet de loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE). 23 janvier. Disponible sur : http://panjuris.univ-paris1.fr/pages/er20010123conac_mono.htm.

²³ Le terme d'administrateur délégué mettait en valeur le fait que ce dernier ne tirait ses pouvoirs que d'une délégation de pouvoirs accordée par le conseil d'administration.

²⁴ HOUIN V. R. et BOULOC B. (1976). Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale. t. 1, Sirey, 2^e éd., n°69; Hiérarchie des organes de gestion de la société anonyme, note J. NOIREL.

²⁵ Cass. civ., 4 juin 1946, SA Teinture et d'impression c/ Motte, JCP. éd. G 1947, II. 3518, note D. BASTIAN, S. 1947, I. 153, note BARABRY, Gaz. Pal. 1946, 2, p. 136.

Aux termes de l'article L. 117, le directeur général détient ses pouvoirs²⁶ par délégation du CA, sur proposition du Président. Ce dernier, qui est légalement investi de la direction générale de la société, ne peut en conséquence être privé de la possibilité d'intervenir dans le domaine de compétence attribué au directeur ou encore être contraint de limiter son activité à la gestion des affaires courantes au profit du CA.

1.4.2 Les rôles et responsabilités du conseil d'administration

Johnson et al. (1996) précisent que les rôles des conseils d'administration peuvent généralement être repartis en trois grandes catégories : le contrôle, le conseil et l'accès aux ressources critiques.

Le rôle de contrôle concerne la responsabilité fiduciaire, notamment le devoir de diligence à l'égard des intérêts des actionnaires et la responsabilité disciplinaire des administrateurs à l'égard de la direction.

Le rôle de conseil concerne plus particulièrement les responsabilités des administrateurs vis-à-vis des processus de planification et de décisions stratégiques. Il s'agit ici d'un rôle d'orientation de la part des membres du conseil d'administration, ce qui requiert des capacités cognitives et des compétences particulières. Dans cette perspective cognitive, les administrateurs contribuent au processus de création de valeur par leur implication dans les décisions. Ce rôle de conseil conduit à considérer de nouveaux paramètres dans l'appréciation de la composition du conseil. Dans cette optique, des variables telles que l'expertise, le genre, les compétences ainsi que la disponibilité aux réunions peuvent effectivement avoir une incidence sur la qualité de la gouvernance.

Finalement, le rôle de facilitation et d'accès aux ressources critiques réside dans la capacité qu'ont les administrateurs à faire profiter l'entreprise de leurs réseaux de contacts et de leur réputation auprès des communautés d'affaires.

²⁶ Étymologiquement, le mot pouvoir vient du latin « potere ». En tant que verbe, il indique la capacité, l'aptitude, le dynamisme, l'autorisation de provoquer un certain fait. Le mot pouvoir renvoie aussi à la possibilité, à l'éventualité, à la probabilité de faire quelque chose (Nicole Aubert, 1982). Au sein des organisations, le pouvoir disciplinaire est celui qui s'exerce au moyen des sanctions (Larousse). Le pouvoir, en tant qu'influence observable recouvre implicitement d'autres valeurs socialement reconnues, tels la réussite, le prestige et la sélectivité.

La loi de 1966 sur les sociétés commerciales indique que le CA est « investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société (...) ». L'article L 225-35 du Code de Commerce rappelle cette définition : « le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre (...), il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle pour ses délibérations les affaires qui la concernent ». Le premier rapport Viénot (1995) a souligné que « quelles que soient la composition ou les modalités d'organisation du conseil d'administration, ce dernier demeure une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise ». Ce rapport détermine ainsi les quatre missions²⁷ du conseil d'administration : « il définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie, contrôle la gestion et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes ». Il met l'accent sur le principe de collégialité qui signifie que les administrateurs ne peuvent pas agir isolément, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent prendre une décision que s'ils sont réunis en conseil. Il insiste également sur la notion de l'intérêt social de l'entreprise qui peut se résumer dans la prospérité et la continuité de cette dernière. Ainsi, l'administrateur assure une fonction plus large que la défense des seuls actionnaires, car elle comprend, notamment la pérennité de l'organisation, indépendamment de l'intérêt des différentes parties prenantes.

D'après Gomez et al. (2006), deux options s'opposent. Premièrement, l'intérêt général (social) existe a priori et subordonne les intérêts particuliers des parties prenantes : dans ce cas, le rôle de l'administrateur est de représenter l'intérêt commun. Deuxièmement, l'intérêt général émane de la confrontation des intérêts particuliers des parties prenantes. Ces intérêts peuvent être divergents mais finissent par se coordonner pour assurer la pérennité de l'entreprise. L'intérêt général se définit donc a posteriori. Le rôle de l'administrateur est de permettre la coordination des intérêts particuliers. Or, comme le constate Gomez (IFGE, Gomez P-Y, 2006), l'intérêt général ne peut être facilement déduit à partir des intérêts particuliers. « Le consensus qui se dégage, à partir des intérêts particuliers est le résultat d'un rapport de force ou d'autorité, mais jamais une simple somme d'intérêts particuliers ». De

²⁷ Dans le rapport d'activité 2002 du groupe Dexia, les attributions du conseil d'administration ont été présentées comme suit : « le conseil d'administration établit les objectifs stratégiques de la politique générale de la société et du groupe. Il en contrôle et oriente la gestion. Il désigne les membres du comité exécutif, approuve les moyens nécessaires pour atteindre les objectifs stratégiques qu'il définit, veille à la mise en œuvre du programme de gestion et de contrôle de la société et rend compte aux actionnaires ».

plus, le consensus des intérêts particuliers ne garantit pas la pérennité des entreprises. Selon cette analyse, les administrateurs devraient parvenir à dégager un intérêt général à partir des différents intérêts particuliers. Or, la diversité des actionnaires (entrepreneurs, familles, Etat, fonds d'investissement, fonds de pension, salariés, etc.) conduit à des attentes de plus en plus variées. Certains actionnaires adoptent une stratégie d'investissement purement financière et attendent la maximisation du profit dans un délai relativement court (par exemple les investisseurs spéculatifs), alors que d'autres actionnaires choisissent d'accompagner l'entreprise sur le long terme (par exemple l'actionnariat familial). Ainsi, Gomez et al. (2006, p. 5) estime que « la mission de l'administrateur ne peut pas très facilement être fondée sur une défense de « l'intérêt », qu'il soit général ou qu'il soit celui des actionnaires, la notion d'intérêt général n'est plus pertinente pour assurer la cohésion de l'organisation. C'est ce qui explique la crise de légitimité que connaît depuis quelques années la fonction d'administrateur. Au nom de quoi agit-il ? Qui sert-il ? Et même, à quoi sert-il ? ».

Gomez et al. (IFGE, Gomez P-Y, 2006, p. 6) définissent le rôle de l'administrateur comme suit « l'administrateur a pour vocation de garantir à la communauté des affaires que les risques susceptibles d'impliquer une défaillance de l'entreprise ont été perçus et évalués par les dirigeants. Toutes les activités de l'administrateur relèvent de cette responsabilité fiduciaire ». Les auteurs recentrent la mission de l'administrateur dans sa fonction fiduciaire et considèrent que son rôle n'est pas d'assumer la stratégie (en ce sens il ne se substitue pas aux dirigeants), ni le niveau attendu de la performance (en ce sens, il ne se substitue pas aux actionnaires). La définition des auteurs ne préjuge pas des tâches concrètes que l'administrateur doit remplir pour assurer sa mission (conseil, critique, contrôle...). Mais elle établit que cette fonction fiduciaire est le point d'ancrage pour évaluer la pertinence et l'efficacité des missions et des comportements de tout administrateur professionnel.

Compte tenu de la complexité des sociétés modernes, la responsabilité imputée aux administrateurs est large. C'est pourquoi il semble nécessaire de réduire le périmètre de responsabilité de l'administrateur professionnel.

Pour circonscrire le périmètre de la fonction de l'administrateur professionnel, Gomez (IFGE, Gomez P-Y, 2006, p. 14) propose trois frontières :

La première frontière concerne la responsabilité fiduciaire dans la mesure où l'administrateur professionnel doit garantir aux parties prenantes que la politique générale menée par l'entreprise tient compte des risques, à différentes échéances, qui pourraient mettre en cause la poursuite de l'activité de l'entreprise. La deuxième frontière concerne les responsabilités des administrateurs qui ne doivent pas empiéter sur celles assumées par le dirigeant ou l'équipe

dirigeante. Enfin, la troisième frontière concerne la prise en compte des intervenants périphériques (consultants, auditeurs, experts...) qui participent au conseil du dirigeant et l'aident dans la formation de ses décisions. « Aujourd'hui, il n'est pas sérieux de prétendre qu'un administrateur peut assumer par intermittence des fonctions de « conseil » ou « d'audit » qui sont exercées, à plein temps, par d'autres professionnels qualifiés. Il est donc nécessaire de définir la fonction de l'administrateur professionnel en tenant compte de celle d'autres acteurs professionnels avec lesquels il se trouve en contact. Cela permet de délimiter le périmètre des attentes à l'égard de l'administrateur professionnel ».

La nécessité d'avoir des administrateurs professionnels et compétents incite les sociétés à changer leur pratique de recrutement des administrateurs. Le mécanisme traditionnel de recrutement des nouveaux administrateurs relève fondamentalement de la cooptation, la majorité des propositions émanant du Président du conseil. L'étude conduite par Vuchot Ward et Howel (1995) indique que la nomination des administrateurs est le fait du Président dans 75% des cas (cité par Alcouffe et Alcouffe, 1998). L'assemblée des actionnaires ne fait qu'entériner par son vote la proposition du conseil. Dans ce cadre, le rôle de l'administrateur était une « sorte de conseiller privé du président, lui apportant, outre ses avis et parfois ses réseaux, une approbation plutôt générale et généralement amicale de son action » (IFGE, Gomez P-Y, 2006, p. 1).

La tendance actuelle s'oriente davantage vers la mise en place d'un comité des nominations composé d'administrateurs indépendants pour identifier et recommander de nouveaux membres du conseil. Le comité des nominations est chargé d'évaluer les compétences et les qualités requises chez un nouvel administrateur capable d'apporter de nouvelles visions, expertises et expériences. Cependant, à ce jour le processus de sélection des administrateurs et des mandataires sociaux demeure très informel dans la plupart des sociétés.

1.4.3 Les caractéristiques des conseils d'administration en France

Dans le cadre de l'approche disciplinaire, nous avons dégagé trois caractéristiques du conseil d'administration. Il s'agit de la structure du pouvoir, de la taille et de la composition du conseil (membres indépendants versus membres liés). Nous formulerons donc un ensemble d'hypothèses théoriques destiné à mesurer l'impact individuel de chacune des caractéristiques du conseil sur la rémunération des dirigeants.

1.4.4 Les structures d'organisation du pouvoir dans l'entreprise

Le droit français offre la possibilité de choisir entre trois structures pour organiser le pouvoir au sein du conseil. D'abord, la structure moniste du conseil d'administration qui réunit la gestion et le contrôle. Ensuite, la structure duale empruntée au droit allemand, laquelle sépare ces deux fonctions et les assigne respectivement à un directoire et à un conseil de surveillance. Enfin et depuis la loi NRE (2001), la forme de conseil d'administration avec dissociation des fonctions de président et de directeur général, dite « structure moniste avec séparation des fonctions ».

- La structure moniste

Le conseil est dit moniste quand la fonction de Président du conseil d'administration et la fonction de directeur général sont occupées par une seule personne physique. Cette structure est adoptée par la plupart des entreprises françaises. Le conseil d'administration agit de façon collégiale et le président est pourvu des pouvoirs les plus étendus pour agir dans l'intérêt de l'entreprise. Les administrateurs sont désignés par l'assemblée générale des actionnaires qui a le pouvoir de les révoquer à tout moment. Les administrateurs détiennent le pouvoir de nommer et de révoquer *ad nutum* le Président du conseil (Art. 110 de la loi du 12 juillet 1967) qui peut être également nommé directeur général de la société. Les administrateurs internes ou exécutifs ne peuvent occuper plus du tiers des sièges d'administrateurs dans le conseil, afin de ne pas compromettre sa mission de contrôle.

- La structure dualiste

Le conseil est dualiste lorsque les fonctions de contrôle et de gestion sont assurées par deux organes différents. D'un côté, le directoire qui assure la direction opérationnelle de la société et dont les actions sont soumises à l'autorisation préalable du conseil de surveillance et à son contrôle permanent, et de l'autre côté, le conseil de surveillance qui assure le contrôle permanent de la gestion pour le compte des actionnaires. Le conseil de surveillance est composé d'un président et de membres non exécutifs. Le président du conseil de surveillance est obligatoirement différent de celui du directoire. La nomination des membres du conseil de surveillance est le fait de l'assemblée générale des actionnaires. Le conseil de surveillance

nomme les membres du directoire sans avoir pour autant le pouvoir de les révoquer. Le directoire est composé exclusivement de membres exécutifs et d'un président investi des pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de l'entreprise en toute circonstance, dans la limite de l'objet social. Leur nombre est limité à 5 mais peut être porté à 7 par les statuts lorsque l'entreprise est cotée en bourse (art 119, al. 1 et 2, loi du 24 juillet 1966).

- La structure moniste avec séparation des fonctions

La structure moniste avec séparation des fonctions se caractérise par la séparation entre les fonctions de Président du conseil d'administration et de directeur général qui sont exercées par deux personnes physiques différentes. Au Royaume-Uni, la séparation est devenue la règle depuis sa promotion par le rapport *Cadbury* en 1992. En France, la loi du 24 juillet 1867 autorisait la dissociation des fonctions. La loi du 16 novembre 1940, modifiée par une seconde loi du 4 mars 1943 instaurée par le gouvernement de Vichy a supprimé cette liberté de dissociation en imposant la concentration des fonctions de président du conseil d'administration et d'administrateur délégué entre les mains d'une seule personne qui prenait le titre de Président-Directeur Général (PDG). Le premier rapport Viénot de 1995 rejette l'idée de restauration de la séparation des fonctions et trouve que « loin d'être source de confusion, la souplesse du droit français (dans l'organisation des pouvoirs au sein de la société anonyme à conseil d'administration) présente des avantages manifestes ». Le rapport Viénot II (1999) devient cependant favorable à la séparation volontaire : le comité considère que « l'introduction en droit français d'une grande flexibilité dans la forme unitaire à conseil d'administration est particulièrement souhaitable et qu'il y a lieu d'offrir au conseil un choix ouvert entre le cumul ou la dissociation des fonctions du président et de directeur général ». Cette proposition a été intégrée dans la loi sur les NRE (2001) dans un chapitre intitulé « équilibre de pouvoirs et fonctionnement des organes dirigeants ». L'art. L. 225-51-1 nouveau du Code de commerce prévoit que « la direction générale de la société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique nommée par le conseil d'administration et portant le titre de directeur général. Dans les conditions définies par les statuts, le conseil d'administration choisit entre les deux modalités d'exercice de la direction générale ».

- La structure du pouvoir dans les études empiriques

Les études comparatives des structures d'organisation du pouvoir dans l'entreprise s'intéressent en majorité à l'incidence de la structure du conseil sur la performance de l'entreprise. Les études explicatives des liens qui pourraient exister entre la rémunération des dirigeants et la structure du conseil sont peu nombreuses. Nous passons en revue certaines études réalisées, en majorité aux Etats-Unis.

1.4.4.1 Le lien entre la structure du conseil et la performance de l'entreprise

Dans le contexte américain, Pi et Timme (1993) ont étudié un échantillon composé de banques américaines entre 1987 et 1990. 25% de ces banques ont choisi une structure duale pour leur conseil. Les auteurs montrent que le rendement des actifs (ROA) est élevé et les coûts sont faibles dans les firmes à conseil dual. Ils concluent en affirmant que la forme unitaire du conseil est potentiellement une structure de leadership sous optimale. Baglia et al. (1996) étudient un échantillon de 181 entreprises industrielles américaines entre 1986 et 1991. Ils distinguent trois sous échantillons : un premier composé de 12 entreprises avec un conseil dual (CEO et Chairman) tout au long de la période, un second composé de 111 entreprises avec un conseil unitaire (le CEO est également Chairman), un dernier groupe composé de 58 entreprises dans lequel la structure de leadership a changé (de la structure unitaire vers la structure duale). Ces auteurs trouvent que les firmes du troisième groupe réalisent de meilleures performances à long terme que celles qui ont maintenu le cumul des fonctions. Mais les auteurs concluent qu'il est difficile de prouver que la dissociation des fonctions mène à l'amélioration de la performance de la firme. En revanche, dans le contexte français, Godard et Schatt (2000) trouvent que les entreprises ayant opté pour le cumul des fonctions sont plus rentables sur le long terme, confirmant le rôle primordial joué par le leadership pour créer de la valeur.

1.4.4.2 Le lien entre la structure du conseil et la rémunération des dirigeants

Dans le cadre disciplinaire de la théorie de l'agence, Jensen (1993) propose de dissocier les fonctions de contrôle (Chairman) et de direction (CEO) pour améliorer le niveau de contrôle et l'efficacité du conseil d'administration en matière de détermination de la rémunération du dirigeant. Par conséquent, la rémunération du dirigeant dans les sociétés à conseil dualiste serait davantage liée à la performance de l'entreprise.

Les études empiriques qui ont intégré dans leurs modèles la variable de gouvernance d'entreprise relative à la séparation des pouvoirs (CEO et Chairman) et son impact sur la rémunération des dirigeants sont nombreuses et présentent des résultats contradictoires. Nous reportons les principaux résultats des études portant sur ce sujet selon les pays.

Aux Etats-Unis, Brickley et al. (1994) ont étudié un échantillon de 661 firmes pendant l'année 1988. Cet échantillon est composé de 535 firmes avec un conseil moniste (le CEO est également Chairman) (80,94%), 93 sociétés avec un conseil dual (séparation des fonctions du CEO et du Chairman) et 33 firmes avec un conseil sans *Chairman*. Leurs résultats montrent que les CEO des sociétés à conseil dual perçoivent des niveaux de rémunération plus bas par rapport aux dirigeants des sociétés à conseil moniste. Dans le même sens, Core et al. (1999) soulignent que dans les sociétés à conseil moniste, le CEO se voit attribuer davantage de rémunérations incitatives (bonus, stock-options...). En revanche, Ryan et Wiggins (2001) sur un échantillon de 1441 entreprises et pour la période allant de 1992 à 2001 ne trouvent aucune relation significative entre la rémunération incitative et la structure du conseil d'administration.

En Grande-Bretagne, les résultats des études empiriques sont convergents et mettent en évidence une absence de lien entre les mesures de la rémunération et la structure du conseil. Par exemple Conyon et Leech (1994) montrent que la séparation des pouvoirs de contrôle et de direction n'a aucun effet sur la variation de la rémunération en espèces du dirigeant (part fixe et bonus annuel). Ce résultat a été confirmé dans une autre étude réalisée par Conyon en 1997 sur un échantillon de 213 sociétés pour la période allant de 1988 et 1993 et par Conyon et Peck (1998) sur un échantillon de 94 entreprises pour la période allant de 1991 à 1994.

En France, Morin (1996) établit une relation positive entre la rémunération totale accordée au dirigeant et la structure moniste du conseil d'administration.

Dans ce travail de recherche et afin d'analyser l'influence de la structure du conseil sur la rémunération des dirigeants français, les sociétés de l'échantillon ont été classées en trois groupes selon la structure d'organisation des pouvoirs de contrôle et de direction. Le premier groupe concerne les sociétés à conseil moniste (PDG), le deuxième groupe est composé des entreprises à conseil dualiste (conseil de surveillance et directoire) et un troisième groupe intégrant les conseils monistes avec séparation des fonctions du Président du conseil d'administration et du directeur général. Etant donné que le deuxième et le troisième groupe se distinguent par la séparation des pouvoirs, il a été envisagé de les regrouper dans un seul groupe : les conseils dualistes. Cette analyse nous conduit à introduire une seconde variable binaire, prenant les valeurs :

- 0, si les fonctions de direction et de contrôle sont assumées par une même personne (cas des SA avec un PDG)
- 1, si les fonctions de contrôle et de direction sont assumées par des personnes distinctes (cas des SA à conseil de surveillance et des SA avec séparation des fonctions du DG et du PCA).

La divergence des résultats des études empiriques concernant l'effet de la structure du conseil sur la rémunération des dirigeants nous conduit à formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : La structure du conseil d'administration influence la rémunération des dirigeants : selon la structure du CA, certains dirigeants sont plus ou moins bien rémunérés.

A/ La structure des conseils des sociétés cotées au SBF 250

Avant de présenter les statistiques comparatives des structures des conseils des sociétés cotées au SBF 250, nous exposons celles réalisées par Chaabeni (2003) qui comparent les structures de 1027* entreprises recensées dans les fichiers DAFSA 1997 et 1999.

Tableau 26 : Structure organisationnelle des entreprises françaises

Structure organisationnelle	Nombre d'entreprises		Taux d'adoption	
	1997	1999	1997	1999
Conseil d'administration	876	851	85%	83%
Directoire + conseil de surveillance	151	171	15%	17%

* 127 ne sont pas cotées, parmi lesquelles 31 sont à structure duale.

Source : Chaabeni S., Thèse de doctorat en sciences économiques, Toulouse 1, 2003, p. 177.

Le tableau 27 présente la distribution des 250 valeurs de l'indice SBF 250 selon la structure du conseil.

Tableau 27 : Structure du conseil des sociétés de l'indice SBF 250 au 20/03/2007

Structure du conseil	CAC 40		SBF 120 (hors CAC 40)		SBF 250 (hors SBF 120)		Total SBF 250	
	N*	%	N	%	N	%	N	%
Conseil moniste (PDG)	21	52,5	44	55	80	61,54	145	58
Conseil dualiste : Directoire et Conseil de Surveillance**	9	22,5	27	33,75	36	27,7	72	28,8
Conseil moniste avec séparation des fonctions : PCA et DG	10	25	9	11,25	14	10,76	33	13,2
Total	40	100%	80	100%	130	100%	250	100%

*N : nombre de sociétés.

** Gérants et conseil de surveillance si la société est une commandite par actions (SCA). Ce statut est adopté par 7 sociétés : 2 sociétés cotées au CAC 40 (Lagardère et Michelin), 2 sociétés du SBF 120 (Bonduelle SA et Hermès international), 3 sociétés du SBF 250 (Etam développement, Eurodisney, Rubis).

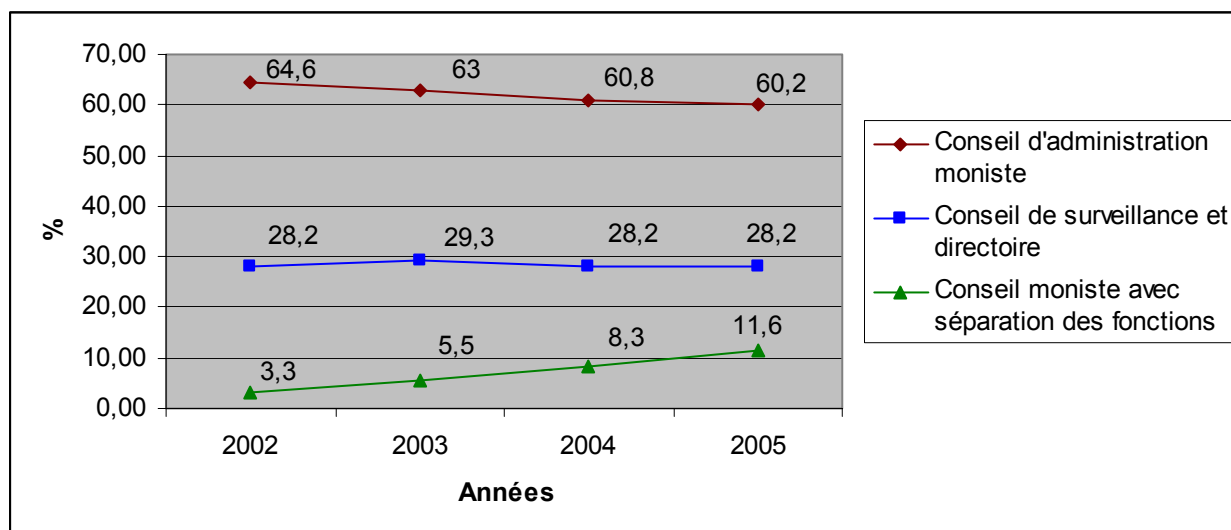
Source : Dardour A., rapports annuels, 2007.

Bien que nous ne puissions pas comparer nos résultats avec ceux de Chaabeni (2003) du fait de la différence de la taille des échantillons respectifs, il est possible de distinguer clairement la domination de la structure classique du conseil d'administration qui est adoptée par 83% des entreprises en 1999 et par 58% des sociétés du SBF 250 en 2007. Néanmoins, la structure duale a connu une légère augmentation de 2% entre 1997 et 1999 et a atteint 17% de l'ensemble des sociétés. La structure dualiste est mieux représentée parmi les sociétés du SBF 250 hors CAC 40. En effet, elle représente plus du 1/3 des entreprises du SBF 120 hors CAC 40 contre moins du 1/5 des sociétés du CAC 40. Force est de constater que le nombre des entreprises qui ont opté pour la séparation des fonctions de contrôle et de direction progressent au détriment de la structure moniste puisqu'elles représentent 42% des entreprises en 2007.

B/ L'historique de l'évolution des structures des conseils du SBF 250

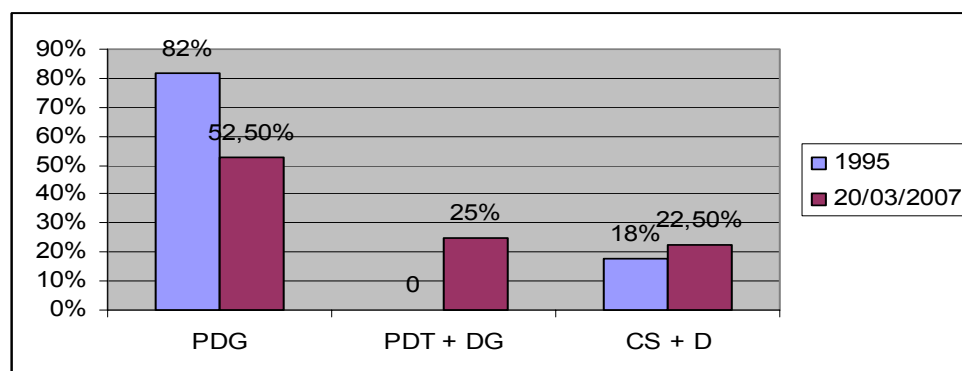
Pendant la période de l'étude allant de 2002 à 2005, 82% des sociétés de l'échantillon de cette étude ont conservé une structure identique de leur conseil. A la fin de l'exercice 2005, près des deux tiers des sociétés (60,2%) disposent d'un conseil moniste, 28,2% d'un conseil dualiste et 11,6 % d'un conseil moniste avec séparation des pouvoirs. Nous avons constaté que 28 sociétés ont changé la structure de leur conseil et 9 entreprises n'ont pas d'historique sur quatre ans en raison des opérations de fusion avec d'autres sociétés (exemple : fusion de

Sagem et Snecma en 2005) ou de leur nouvelle entrée dans l'indice SBF 250 (exemple : Nexity et Entrepouse Contracting).



Graphique 11 : Evolution de la structure des conseils des sociétés de l'échantillon entre 2002 et 2005

Le graphique 11 montre que la structure moniste avec séparation des fonctions connaît une forte croissance depuis sa mise en place par la loi NRE en 2001 (de 3,3% en 2002 à 11,6% en 2005). Cette croissance s'est effectuée au détriment de la structure moniste puisque le nombre des sociétés à conseil dualiste est relativement constant sur la période de l'étude. Au premier trimestre 2007, la structure moniste avec séparation des fonctions est adoptée par un quart des sociétés du CAC 40 alors que la structure moniste (PDG) ne représente plus que 52,5% contre 82% en 1995 (voir graphique 3). L'adoption de la forme de séparation des fonctions s'est accentuée en 2006 : huit sociétés ont adopté cette structure à la place de la structure moniste (Atos Origin, Bic, BNP Paribas, Boiron, Cap Gemini, Lafarge, Natexis Banque Populaire et Vinci).



Graphique 12 : Evolution de la structure du conseil des sociétés du CAC 40 1995-2007

Le succès de la forme moniste avec séparation des fonctions peut être expliqué au moins par les raisons suivantes :

Une première explication consiste à dire que la dissociation des fonctions entre direction et contrôle est une structure transitoire et éphémère. La période de transition, c'est-à-dire le temps pendant lequel les fonctions de DG et de PCA sont dissociées, permet de faciliter la succession entre deux générations de dirigeants. Ainsi selon cette logique, le promu directeur général obtient le poste de Président du conseil à la fin de la période de transition. Ce processus facilite également la transition de la vie active à la retraite de l'ancien PDG. De plus, la forme de dissociation peut être un moyen de protection contre le risque de départ volontaire ou involontaire (décès) du dirigeant qui, dans la forme moniste, peut mettre en difficulté la société. Ainsi, la coexistence du Président et du Directeur Général permet de garantir la continuité de la direction si l'un d'eux disparaît.

La deuxième explication met l'accent sur la volonté d'améliorer la gouvernance de l'entreprise. Dans cette perspective, la structure de dissociation des fonctions est adoptée de manière pérenne. L'objectif recherché dans ce cas est une meilleure répartition des pouvoirs et un contrôle plus rigoureux de la direction de l'entreprise par le conseil. Autrement dit, le Président du conseil d'administration, dégagé de tout rôle opérationnel, joue le rôle de gardien de la bonne gouvernance de l'entreprise. Il est chargé de faire fonctionner le conseil et d'organiser ses travaux de manière plus efficace et plus indépendante. Ainsi, le conseil serait en mesure d'évaluer objectivement la performance du Directeur Général qui ne serait plus en position de domination dans cet organe.

La structure dualiste à directoire et conseil de surveillance a connu un faible succès par rapport au succès rencontré par la structure moniste avec séparation des fonctions. Plusieurs raisons ont été évoquées pour expliquer la domination de la structure moniste (PDG). D'une part, le président du directoire n'a pas assez d'autorité puisque légalement, il ne peut ni désigner les membres de son directoire ni décider sans eux. D'autre part, le conseil de surveillance ne peut que proposer la révocation des membres du directoire et à juste motif, alors que le conseil d'administration peut décider la révocation ad nutum de son président.

Selon Charreaux et Pitol-Belin (1985), le recours à la formule dualiste peut être lié à la possibilité de cumul d'un contrat de travail et d'un mandat d'administrateur, ce qui explique que cette structure est souvent adoptée par les entreprises familiales. Cela leur permet de recruter un directeur salarié en dehors de la famille et de réserver le conseil de surveillance aux actionnaires familiaux.

1.4.5 Le lien entre la taille du conseil et la rémunération des dirigeants

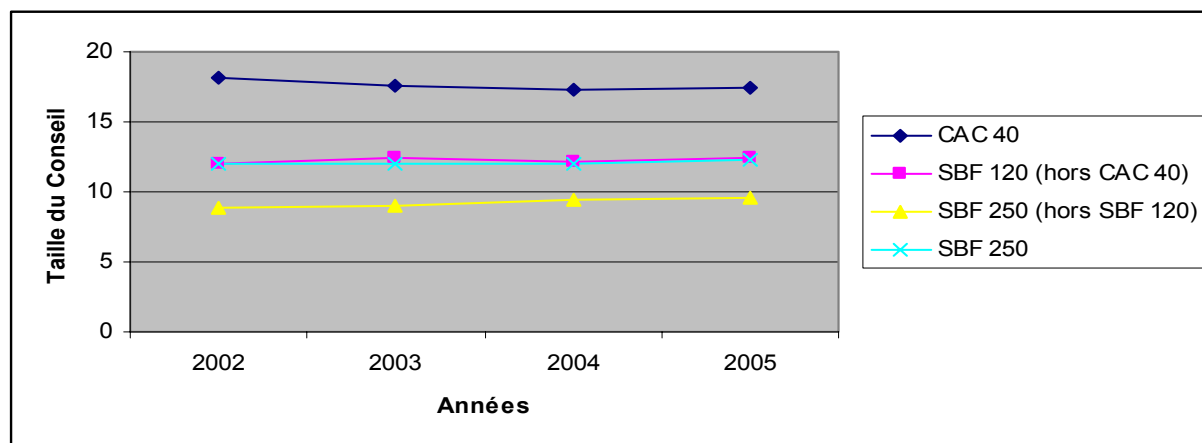
1.4.5.1 Les approches théoriques

Il n'existe pas de taille unique d'un conseil d'administration. Néanmoins, il est admis qu'au delà d'un certain nombre d'administrateurs, les réunions deviennent difficiles à organiser. Jensen (1993) soutient l'idée que le conseil de grande taille est moins efficace que celui de petite taille puisqu'il favorise la domination et l'élargissement du pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Dans ce cas, des coalitions et des conflits de groupe peuvent apparaître (Monks et Minow, 1995). Il en résulte donc un conseil éclaté, qui rencontre des difficultés à trouver un consensus sur les décisions importantes. Par conséquent, la protection des intérêts des actionnaires peut parfois être relayée au second plan. C'est la raison pour laquelle une taille limitée (sept à neuf administrateurs selon Jensen (1993) du CA paraît souhaitable pour contrôler le comportement du dirigeant et garantir une meilleure prise de décisions stratégiques. Lear et Yavitz (1995) soulignent que les firmes les plus performantes ont des conseils relativement petits. En effet, lorsque le conseil compte plus de 15 membres, les administrateurs perdent le sens de leur responsabilité personnelle dans la prise de décisions. De plus, ils sont moins prédisposés à participer aux délibérations du conseil et sont plus susceptibles d'être influencés par le dirigeant principal. Caby et Hirigoyen (2001, p. 150) soutiennent la pratique de réduire la taille du conseil. Les auteurs affirment « qu'au fur et à mesure qu'un groupe s'accroît, il devient moins efficace en raison des problèmes d'organisation qui en viennent à surpasser les avantages que l'on pourrait retirer de la variété des compétences disponibles ». En revanche, Anderson et Reeb (2004) montrent que la taille du conseil augmente avec la taille de la firme et sa complexité (diversification de ses activités, activités internationales). Ce résultat soutient les apports de la théorie de dépendance des ressources. En effet, selon cette théorie, pour contrôler l'accès à certaines ressources (matérielles, financières et informationnelles) et diversifier les compétences au sein du conseil, les sociétés sont incitées à nommer davantage d'administrateurs.

En France, la loi de juillet 1966 prévoit que le conseil d'administration peut comprendre entre trois et vingt-quatre membres. La loi NRE (2001) a limité le nombre maximum des membres du conseil à dix huit (Article L. 225-17). Les administrateurs élus par les salariés ne sont pas pris en compte pour la détermination du nombre minimal et du nombre maximal d'administrateurs prévus par Article L. 225-17.

Dans ce travail, la taille du conseil correspond au nombre d'administrateurs siégeant dans le conseil de la société à la fin de l'année t. Pour un conseil dualiste, la taille du conseil

correspond à la somme des membres du directoire et des membres du conseil de surveillance. Nous avons inclus dans cette composition les censeurs et les présidents honoraires qui assistent aux CA avec voix consultative. Les données ont été collectées à partir de la base de données Dafsaliens.



Graphique 13 : Evolution de la taille des conseils des sociétés de l'échantillon entre 2002 et 2005

Tableau 28 : Taille des conseils d'administration des sociétés du SBF 250 au 31/12/2005

	CAC 40	SBF 120 (hors CAC 40)	SBF 250 (hors SBF 120)	SBF 250
Effectif sociétés	40	80	130	250
Effectif administrateurs	725	995	1170	2890
Moyenne	18,13	12,44	9	11,56
Médiane	18	12	9	11
Ecart-type	3,56	4,8	3,75	5,12
Minimum	11	4	3	3
Maximum	24	24	18	24
Centiles	25	16	10	8
	50	18	12	11
	75	20	15	15

Source : Dardour A., Dafsaliens, 2006.

Les résultats présentés dans le graphique 13 et le tableau 28 indiquent que la taille moyenne des conseils des sociétés du SBF 250 est relativement stable sur la période de l'étude. Les conseils des sociétés du CAC 40 se composent en moyenne de 18 administrateurs contre 12 administrateurs pour les sociétés du SBF 120 (hors CAC 40) et 9 administrateurs pour les sociétés du SBF 250 (hors SBF 120). Notons que la base de données Dafsaliens surestime le nombre d'administrateurs du conseil puisqu'elle tient compte des directeurs généraux

délégués, des censeurs et des présidents honoraires bien que ces derniers n'aient pas systématiquement le statut juridique de mandataire social.

Nous avons donc conduit une recherche de la composition des conseils des sociétés à partir de leurs rapports annuels. Nous observons dans le cas des sociétés du CAC 40 que la taille médiane (moyenne) des conseils d'administration des sociétés du CAC 40 s'élève à 15 (15,25) administrateurs pour la période allant de 2002 à 2005.

Tableau 29 : Taille des conseils d'administration des sociétés du CAC 40 au 31/12

Année	N	Moyenne	Médiane	Ecart-type
2002	40	15,45	15,5	3,47
2003	40	15,37	15	3,33
2004	40	15,17	15	3,36
2005	40	15	15	3,30
2002-2005	40	15,25	15	3,36

Source : Dardour A., Rapports annuels des sociétés du CAC 40.

Le nombre total des mandats est en moyenne de 613 pour cette même période. Ces mandats sont détenus en moyenne par 465 administrateurs différents. La différence entre le nombre d'individus et le nombre de sièges naît de l'existence d'administrateurs multi-mandatés. Ces derniers représentent en moyenne 20% (95) du nombre total d'administrateurs sur la période 2002 à 2005. Ils détiennent en moyenne 40% du nombre total de mandats dans les conseils des sociétés du CAC 40.

Nous avons effectué une régression entre le nombre d'administrateurs et le total des actifs du bilan en 2005 (en milliers d'euros). Cette régression montre que la taille du conseil est positivement et significativement corrélée à la taille de l'entreprise, exprimée en logarithme naturel du total des actifs du bilan. Ainsi, cette dernière représente 53,8% des variations dans la taille du conseil. Le modèle obtenu est représenté par l'équation suivante :

$$\text{Taille du conseil} = 1,718 \ln (\text{total des actifs du bilan}) - 12,754$$

Les résultats des régressions année par année pour la période 2002 à 2004 montrent des résultats similaires (178 observations par an). La régression générale sur l'ensemble de la période 2002 à 2005 (710 observations) permet également de déterminer une relation positive et significative entre la taille du conseil et la taille de l'entreprise. Le modèle obtenu est représenté par l'équation suivante :

$$\text{Taille du conseil} = 1,777 \ln (\text{total des actifs du bilan}) - 13,463$$

Ce résultat est semblable à celui de Pitol-Belin (1984) et Chaabeni (2003) qui ont montré que la taille du conseil est corrélée positivement et significativement avec la taille de la société.

1.4.5.2 Les études empiriques

Dans le contexte canadien, Magnan et al. (1999) ont étudié l'influence de la taille du conseil d'administration sur la politique d'attribution des stock-options aux dirigeants canadiens. Leurs résultats montrent un impact positif de la taille du conseil d'administration sur l'attribution des stock-options. Les auteurs expliquent ce résultat par le faible pouvoir du CA de grande taille.

Dans le contexte américain, Core, Holthausen et Larcker (1999) soulignent que la taille du conseil influence positivement la rémunération des dirigeants. L'étude de Yermack (1996), menée à partir de 452 firmes américaines entre 1984 et 1991, montre une relation négative entre la taille du conseil et la rémunération liée à la performance de la firme.

Hypothèse 4 : La taille du conseil influence la rémunération des dirigeants d'entreprise : plus la taille du conseil d'administration est grande plus la rémunération du dirigeant est élevée.

1.4.6 La composition du conseil d'administration

Le débat est loin d'être tranché sur l'existence d'une composition « optimale » des conseils d'administration. Au moins deux courants de pensée s'affrontent : le courant de l'homogénéité qui considère qu'il existe une composition « optimale » du conseil et le courant de la spécificité qui rejette la composition optimale au profit de la nécessité d'adapter la composition du conseil aux spécificités de chaque entreprise.

Le courant de l'homogénéité manifeste dans les codes de bonnes pratiques de gouvernance qui sont apparus dans les années 1990 en Europe²⁸ et dans les pays anglo-saxons suite aux scandales financiers qui ont défrayé la chronique (Enron, Parmalat, Vivendi Universal, etc.). D'après Wirtz (2008), ces codes s'inscrivent dans une vision disciplinaire de la gouvernance, considérant le conseil comme l'organe principal de la surveillance des dirigeants. Son objectif est de limiter les conflits d'intérêts potentiels entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires. Dans ce contexte, les codes de bonnes pratiques de gouvernance considèrent

²⁸ Près de 200 codes ont été recensés par l'*European Corporate Governance Institute* (EGCI).

qu'un « bon conseil » sépare les fonctions de direction et de contrôle et que la présence d'administrateurs indépendants est importante.

Le courant de la spécificité quant à lui est défendu par une majorité de membres de la communauté académique et il est différent de celui présenté préalablement. Autrement dit, l'existence d'une composition « optimale » n'a pas de sens (Godard, Raffournier et Schatt, 2008). La composition du conseil doit être liée aux caractéristiques des entreprises et de leur environnement (Hermalin et Weisbach, 2003).

Les administrateurs d'un conseil peuvent être liés à l'entreprise et à sa direction (*insider directors selon les textes américains*) ou qualifiés d'indépendants (*Independent outsider directors*). Dans le premier cas de figure, il est souvent reproché au conseil son faible pouvoir de contestation des décisions prises par la direction. Selon la perspective juridico-financière, pour pallier ce problème, Fama et Jensen (1983) préconisent de nommer des administrateurs externes dans le conseil pour éviter le risque de complaisance entre les membres du conseil et le management, d'où une protection plus efficace des intérêts des actionnaires. En conséquence, les administrateurs externes, recrutés pour leurs compétences et la qualité de leur expertise peuvent s'opposer aux décisions des dirigeants en cas de désaccord (Alexandre et Paquerot, 2000). Les administrateurs qui dépendent hiérarchiquement de la direction ne disposent pas suffisamment de pouvoir pour s'opposer aux décisions du dirigeant. Ainsi, leur manque d'indépendance est supposé être nuisible à l'efficacité de leur contrôle. C'est essentiellement pour cette raison qu'au milieu des années 1990 et sous la pression des investisseurs activistes, les entreprises françaises ont procédé à la nomination d'administrateurs indépendants dans leurs conseils. L'étude de Korn Ferry International montre qu'en 1995, dans les sociétés du CAC 40, peu d'administrateurs sont réellement indépendants (moins de 15%), alors qu'en 2006, ils sont près de 46% à avoir été qualifiés d'indépendants. Dans les paragraphes suivants, les réponses aux questions concernant la définition de la notion « d'administrateur indépendant », les critères qui conditionnent l'obtention de cette qualification ainsi que la proportion requise d'administrateurs indépendants dans le conseil et dans ses comités et leur rôle sont présentés.

1.4.6.1 Quelles définitions pour la notion d'administrateur indépendant ?

Les textes américains utilisaient initialement l'expression « *outsider directors* » (Fama 1980, p. 294) pour désigner les administrateurs externes, alors que les textes anglais faisaient

davantage référence à la terminologie « *non executive directors* ». Aux Etats-Unis, la définition est limitée à l'indépendance par rapport à l'équipe dirigeante. Ainsi, un administrateur externe « indépendant » est simplement un administrateur qui n'a pas de responsabilités opérationnelles dans l'entreprise (Fama, 1980). L'opérationnalisation de la notion d'administrateur indépendant s'avère d'une redoutable difficulté : la définition n'a cessé d'évoluer au fil du temps et peut varier selon les pays. Ainsi, le *New York Stock Exchange (NYSE)* et la *Securities and Exchange Commission (SEC)* ont redéfini la notion d'indépendance à la suite de loi *Sarbanes-Oxley* de 2002. Pour ces deux institutions, « un administrateur ne peut être qualifié d'indépendant que si le CA a établi qu'il n'a aucune relation matérielle avec l'entreprise, directement ou comme partenaire, actionnaire ou employé d'une organisation liée à l'entreprise » (notre traduction).

La traduction française habituellement retenue « d'administrateur indépendant » a introduit une notion « d'indépendance » absente de l'expression originelle (*outsider director*). En France, la notion d'administrateur indépendant émerge dans un contexte marqué par une critique majeure qui porte sur la présence, souvent importante, d'administrateurs croisés. La notion est apparue pour la première fois dans le premier rapport Viénot publié en juillet 1995. Ce rapport définit l'administrateur indépendant comme une personne n'ayant « aucun lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut ainsi être réputé participer en toute objectivité aux travaux du conseil ». Le rapport Viénot II (1999, p. 2) fait un lien encore plus clair entre critique du rôle des administrateurs réciproques et nécessité de donner plus de poids aux administrateurs indépendants. Le décroisement des participations entre sociétés a permis de réduire le nombre d'administrateurs réciproques. Le remplacement de ces derniers a permis d'intégrer une proportion importante d'administrateurs indépendants dans bon nombre de conseils.

Cette définition a été reprise par le rapport Bouton (2002) qui précise que « dans un esprit de simplification, la définition de l'administrateur indépendant s'énonce de la manière suivante : un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». Elle est plus restrictive que la définition anglo-saxonne du fait qu'elle ne permet pas de qualifier systématiquement comme indépendants tous les administrateurs externes qui siègent dans le conseil. A ce stade et pour éviter toute ambiguïté, il est primordial de distinguer administrateur externe et administrateur indépendant : un administrateur indépendant peut être qualifié d'externe mais un administrateur externe n'est pas forcément indépendant.

Dans son dernier document de synthèse sur la gouvernance des entreprises cotées (2007), l'Institut Français des Administrateurs (IFA) définit un administrateur indépendant comme étant « un membre libre d'intérêts et qui contribue, par sa compétence et sa liberté de jugement, à la capacité du CA à exercer ses missions ». Ce rapport insiste plus sur la compétence qui doit compléter les critères d'indépendance, et d'une manière implicite, reconnaît le rôle de plus en plus actif de l'administrateur indépendant et son implication dans les questions stratégiques et le processus de création de valeur au sein de la firme.

1.4.6.2 Quels critères retenir pour qualifier l'indépendance d'un administrateur ?

Les sociétés françaises se réfèrent souvent aux critères définis par le rapport Bouton (2002) pour qualifier un administrateur d'indépendance et de prévenir les risques de conflit d'intérêts entre administrateurs et la direction. Ces critères devraient être les suivants :

- « Ne pas être salarié ou mandataire social de la société, salarié ou administrateur de sa société-mère ou d'une société qu'elle consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes.
- Ne pas être mandataire social d'une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social de la société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur.
- Ne pas être client, fournisseur, banquier d'affaire, banquier de financement :
 - o significatif de la société ou de son groupe,
 - o ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité.
- Ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social.
- Ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des cinq années précédentes (article L. 225-225 du code de Commerce).
- Ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de 12 ans.

S'agissant des administrateurs représentant des actionnaires importants de la société ou de sa société-mère, le groupe de travail propose de les considérer comme indépendants dès lors qu'ils ne participent pas au contrôle de la société. Au-delà d'un seuil de 10% du capital ou en droit de vote, il convient que le Conseil, sur rapport du Comité des nominations s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel. », (Extrait du rapport Bouton, 2002, p. 10).

Il apparaît que ces critères sont faciles à établir car ils ont un caractère formel et objectif. D'autres critères sont subjectifs et difficiles à appréhender comme le comportement de l'administrateur. Au fur et à mesure que les critères, supposés définir l'indépendance, se précisent et se multiplient, il devient de plus en plus difficile pour les entreprises de trouver l'administrateur qui remplira les conditions exigées. Certaines entreprises, cherchant à se

conformer de manière formelle à la norme d'indépendance de leur conseil, n'hésitent pas à retenir des critères peu contraignants pour qualifier des administrateurs déjà membres du conseil depuis plusieurs années comme indépendants. D'après l'étude réalisée par France Proxy, société indépendante de conseil en matière de gouvernement d'entreprise, en 2006, parmi les sociétés du CAC 40, 28 sociétés suivaient ou s'inspiraient fortement des critères d'indépendance définis par le rapport Bouton. 13 sociétés avaient choisi de définir leurs propres critères d'indépendance mais seulement 3 d'entre elles s'inspiraient du rapport Bouton.

1.4.6.3 Quelle proportion d'administrateurs indépendants dans un conseil ?

En France, juridiquement, il n'y a pas obligation de faire figurer des administrateurs indépendants dans le CA. Le rapport Viénot I (1995, p. 13) a souhaité « que chaque conseil d'une société cotée comporte au moins deux administrateurs indépendants, étant entendu qu'il appartient à chaque conseil de rechercher l'équilibre optimal de sa composition ». Ce rapport fixe un nombre d'administrateurs indépendants non proportionnel à la taille du conseil pour éviter une augmentation excessive de la taille du conseil qui ferait courir le risque de compromettre la participation effective de chacun aux délibérations. Le second rapport Viénot (1999, p. 17-18) est plus ambitieux que le premier quand il propose que cette proportion soit d'au moins un tiers dans le conseil d'administration, dans le comité des comptes et dans le comité des nominations et plus de la moitié dans le comité des rémunérations. Le rapport Bouton (2002, p. 9) indique que l'objectif devrait être fixé à la moitié dans le cas des « sociétés dispersées et dépourvues d'actionnaires de contrôle ». Enfin, le rapport consolidé est resté muet sur la question.

La proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil constitue un critère important de l'évaluation des systèmes de gouvernance retenus par les agences de notation. Toutefois, les codes de gouvernance restent imprécis sur la proportion optimale qui correspond au meilleur score de bonne gouvernance concernant ce critère. Ce flou de quantification jette le doute sur la fiabilité de la mesure. De plus, la qualité d'« indépendant » attribuée à un administrateur n'est pas déterminée par un tiers accrédité mais par le conseil d'administration lui-même, ce qui peut mettre en cause l'objectivité de la composition réelle du conseil. Comme le souligne Thesmar (2006, p. 1) dans son papier intitulé « Le mythe de l'administrateur indépendant », « aujourd'hui, la plupart des grandes entreprises se vantent

d'avoir une majorité d'administrateurs indépendants, si bien que du point de vue formel, toutes sont bien gouvernées ! Si la notion d'indépendance a pu émerger dans le contexte pathologique des années 1980, elle est aujourd'hui vide de sens car difficile à contourner. C'est pourquoi une nouvelle génération d'études sur le gouvernement d'entreprise se concentre sur des mesures moins formelles de la qualité de la gouvernance ».

Delga (2005, p. 41) s'interroge sur la place de l'administrateur indépendant dans le droit français. Il remarque que « le droit français ignore l'administrateur indépendant. Cette appellation résulte de la pratique ». Il estime que « le véritable problème juridique est de savoir si celui que la pratique appelle « administrateur indépendant » peut bénéficier en l'état dans notre pays d'un statut juridique lui permettant de se différencier des administrateurs classiques ». Au terme d'une analyse juridique complète, il conclut par la négative.

Par ailleurs, la composition du conseil semble dépendre de la nature de l'activité et du contexte de l'entreprise : la composition est neutre lorsqu'il s'agit de perpétuer une stratégie (Rose, 2005). Par contre, elle prend toute son importance lorsque l'entreprise rencontre des difficultés et, dans ce contexte, la présence d'administrateurs indépendants peut faciliter la prise de décisions radicales, au sens où elles risquent de briser l'équilibre organisationnel mais sont susceptibles d'assurer la pérennité de l'entreprise (Choi, Park et Yoo, 2005). Autrement dit, la présence d'une proportion importante d'administrateurs indépendants devrait permettre la prise de décisions engendrant une amélioration de la performance des entreprises. Cette remarque est défendue par le courant de spécificité de la composition du conseil d'administration (voir plus haut).

1.4.6.4 Quels rôles/complémentarités attribués aux administrateurs internes et aux administrateurs externes ?

D'après Raheja (2005) les administrateurs internes sont une source importante d'informations spécifiques à l'entreprise pour le conseil d'administration, mais ils peuvent contourner les objectifs à cause des bénéfices privés et de l'absence d'indépendance par rapport au dirigeant principal (CEO) et ceci par crainte de perdre leur emploi ou au moins leur éventuelle promotion au sein de l'entreprise (Fama, 1980). Par comparaison avec les administrateurs internes, les administrateurs externes fournissent un contrôle (*monitoring*) plus indépendant et plus efficace des décisions du management, mais ils sont moins bien informés sur les contraintes de la firme et ses opportunités. Ainsi, dans la mesure où les bénéfices (coûts) de

contrôle augmentent, les conseils doivent faire davantage (moins) de contrôle qui mène à plus (moins) d'administrateurs externes.

Cependant, dans la mesure où les coûts sont supportés par les administrateurs indépendants pour collecter des informations spécifiques et pour contrôler les dirigeants, il est possible que des projets de moindre qualité soient malgré tout entrepris. Dans ce cas, la composition « optimale » du CA dépend de deux principaux facteurs : l'information spécifique détenue par les administrateurs internes et le coût de collecte de ces informations par les administrateurs externes. Deux principaux résultats sont obtenus. Premièrement, lorsque les intérêts des dirigeants convergent avec ceux des actionnaires, le CA est de plus petite taille, parce que les administrateurs internes sont incités à révéler leurs informations spécifiques et, par conséquent, les coûts de collecte d'informations spécifiques sont plus faibles pour les administrateurs indépendants. Deuxièmement, lorsque le coût du contrôle de la qualité des projets est faible, notamment parce que l'activité de l'entreprise est moins complexe, la proportion d'administrateurs indépendants est plus élevée. C'est le cas, par exemple, dans le secteur de la grande distribution. En revanche, dans les secteurs de la haute technologie dans lesquels les entreprises développent des activités d'une grande complexité, l'auteur considère que les coûts de collecte et de traitement d'informations supportés par les administrateurs externes indépendants sont élevés. Ceci explique que la proportion d'administrateurs internes y est largement supérieure à celle du secteur de la grande distribution.

1.4.6.5 Quel rôle pour les administrateurs indépendants ?

Les fonctions de contrôle et de conseil sont supposées associées à la complexité de l'entreprise. Les administrateurs externes apportent l'expertise nécessaire et les relations d'affaires potentielles indispensables au développement de la firme (Fama et Jensen, 1983). Les entreprises avec des activités diversifiées ou qui opèrent dans plusieurs pays devraient engager plus d'administrateurs externes qui ont des expertises différentes mais complémentaires, pour améliorer l'efficacité de l'entreprise et l'indépendance du conseil (Lehn, Patro et Zhao, 2003).

La qualité d'indépendant ne présage en rien de l'efficacité de l'administrateur et donc n'est pas une condition suffisante pour juger la qualité d'un conseil d'administration (Thesmar, 2006). Pour être valable, l'indépendance doit être accompagnée de compétences et de crédibilité. Cependant, aussi bien pour les entreprises managériales que contrôlées, la

composition du conseil et la sélection des administrateurs se réfèrent le plus souvent à des critères « disciplinaires » consistant surtout à renforcer la présence d'administrateurs indépendants. Selon cette perspective, les administrateurs indépendants jouent le rôle de contre pouvoir pour faire face à l'opportunisme éventuel du dirigeant et pour éviter les décisions susceptibles d'être source de destruction de valeur pour les actionnaires. Pour Charreaux et Wirtz (2007), « la lecture de ces critères montre qu'ils permettent exclusivement d'identifier les liens d'intérêt et les risques associés. En aucune manière, ils ne garantissent que les administrateurs indépendants disposent de la compétence suffisante pour évaluer la pertinence des décisions managériales, sinon pour contribuer à leur élaboration ». Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, les administrateurs assument essentiellement des missions de contrôle et garantissent la bonne répartition de la valeur créée. Cette approche disciplinaire occulte le rôle du conseil dans le processus de création de valeur. Selon Charreaux et Wirtz (2007), « le conseil peut, au moins dans certaines situations, être considéré comme un lieu d'apprentissage individuel et collectif, voire organisationnel, où les débats aident potentiellement le dirigeant à construire, affiner, tester ou réviser sa vision stratégique et à acquérir des capacités managériales supplémentaires ». Cette nouvelle approche cognitive et comportementale, centrée sur la notion de connaissance, réhabilite le rôle du conseil d'administration en lui donnant une place centrale dans le processus de création de valeur de l'entreprise. Chaque membre du conseil d'administration apporte une valeur ajoutée par ses propres connaissances et sa capacité d'analyser les sujets débattus dans le conseil notamment sur la stratégie de l'entreprise. Le courant cognitif évoque le risque d'un conflit tout autre que celui traditionnellement analysé dans la théorie de l'agence, à savoir un « conflit cognitif » fondé, non pas sur des intérêts objectivement divergents, mais en raison de divergence au niveau des schémas cognitifs (Charreaux et Wirtz, 2007) ou de désaccord concernant la meilleure conduite à adopter (Conner et Prahalad, 1996, p. 483). Dans ce cas, l'administrateur peut intervenir à travers ses qualités comportementales pour atténuer ces conflits cognitifs et pour rapprocher les points de vue au sein du conseil. Charreaux (2002b) considère que « dans la perspective stratégique cognitive, le conseil doit être composé en priorité des administrateurs pouvant le mieux contribuer à la création de compétences, aider le dirigeant à concevoir une vision facilitant l'apprentissage organisationnel ou, encore faciliter la réduction des conflits cognitifs. Les qualités demandées aux administrateurs ne se conçoivent plus alors en termes d'indépendance et d'expertise en matière de contrôle, selon la distinction interne/externe, mais en fonction des contributions cognitives à même de s'intégrer

dans un projet collectif ». Le tableau 30 présente les principales différences entre la théorie de l'agence traditionnelle et le référentiel cognitif.

Tableau 30 : Comparaison de l'approche dominante avec le référentiel cognitif

	Théorie positive de l'agence traditionnelle	Référentiel cognitif
Aspects théoriques centraux	<ul style="list-style-type: none"> - Spoliation - Sous / surinvestissement - Destruction (ou non-exploitation) de valeur - Discipline 	<ul style="list-style-type: none"> - Cognition - Innovation d'investissements - Création (ou exploration) de valeur - Apprentissage
Implications en matière de « meilleures pratiques » de gouvernance	Administrateurs <i>indépendants</i>	Administrateurs <i>compétents</i>

Source : Charreaux G. et Wirtz P (2006), *Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives*, Chapitre 9 « Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », p. 266, éd. Economica.

L'approche disciplinaire de l'agence néglige la dimension cognitive de la création de valeur. Les entreprises cherchent à se conformer aux « meilleures pratiques » de gouvernance formalisées dans les codes de « bonne conduite » notamment en matière d'indépendance du conseil. Toutefois, l'indépendance du conseil, bien qu'a priori fortement recommandée dans certaines entreprises où les problèmes d'agence s'avèrent intenses, risque d'avoir des effets contre-productifs dans des activités exigeant de la part des dirigeants des compétences très spécifiques. Tel est notamment le cas des entreprises du secteur de la haute technologie à caractère fortement innovant où la variable cognitive joue un rôle très significatif, alors que les conflits d'agence sont de faible ampleur. Il en résulte que les deux approches sont contingentes et qu'il est vraisemblablement difficile d'établir le « meilleur » dosage entre pratiques à effet disciplinaire et pratiques à effet cognitif de façon universelle (Charreaux et Wirtz, 2006, p.267).

Gordon (2006) considère l'indépendance des conseils comme une réponse à une question plus vaste que celle posée par la théorie disciplinaire de l'agence. D'après Gordon, le CA constitue un dispositif institutionnel indispensable au fonctionnement du système de marché. Il peut donc être non optimal pour l'entreprise mais être optimal pour le système économique dans lequel opère l'entreprise. Dans cette perspective, l'indépendance des administrateurs peut servir trois fins distinctes : améliorer la loyauté des dirigeants envers les objectifs des actionnaires, améliorer la fiabilité de l'information publique et munir l'entreprise d'un

mécanisme qui atténue partiellement la sensibilité de l'entreprise aux signaux parfois trompeurs des marchés financiers. L'indépendance trouve sa justification dans sa capacité à modérer et à arbitrer les forces systémiques ainsi que les tensions qui s'exercent sur l'entreprise en plus d'assurer une surveillance de la haute direction et des mécanismes de contrôle dans l'entreprise.

1.4.6.6 Les études empiriques sur l'indépendance du conseil

A/ Le lien entre l'indépendance du conseil et la rémunération des dirigeants

Les recherches ont utilisé la proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil pour appréhender la force de contrôle du conseil d'administration sur la rémunération des dirigeants. Les résultats des études sont contradictoires et peu concluants. En effet, Wade et al. (1990) ; Crystal (1991) ; Lambert et al. (1993) ; Boyd (1994) ; Hallock (1997) et Ozkan (2007) trouvent que la rémunération des dirigeants est positivement corrélée au pourcentage d'administrateurs externes. Mishra et Nielsen (2000) soulignent l'existence d'une relation positive entre les administrateurs externes indépendants et la sensibilité de la rémunération à la performance. En revanche, Hermalin et Weisbach (1988) et Conyon et Peck (1998) concluent à la neutralité de la composition du conseil d'administration sur le niveau des rémunérations. En Chine, Firth et al. (2006) trouvent que les conseils des entreprises composés d'une plus grande proportion d'administrateurs externes versent des rémunérations plus en adéquation avec la performance opérationnelle de l'entreprise.

B/ Le lien entre l'indépendance du conseil et la performance de l'entreprise

Les résultats portant sur la relation entre la présence d'administrateurs externes et la performance sont contradictoires. Certains chercheurs comme Agrawal et al. (1991) ; Bhagat et Black (1999) ne trouvent pas de lien entre ces deux variables. Alors que d'autres obtiennent des relations négatives (Agrawal et Knoeber, 1996 ; Subrahmanyam et al. 1997). En revanche, Denis et Sarin (1999) observent que les firmes qui augmentent la proportion d'administrateurs externes au sein de leur conseil obtiennent de meilleurs indicateurs de performance financière. D'après St-Onge et al. (2001), ces résultats divergents peuvent être attribués au caractère arbitraire de la distinction entre les administrateurs internes versus externes. En effet, certains membres de conseils qualifiés d'*externes* peuvent être plus ou moins liés en raison de certains liens personnels ou d'affaires qu'ils maintiennent avec l'organisation et son PDG.

Il semble qu'il n'existe pas de composition optimale du conseil pour toutes les entreprises, mais une composition qui dépend des caractéristiques spécifiques de l'entreprise et de son environnement. Parmi les caractéristiques spécifiques de l'entreprise, la structure de propriété des entreprises exerce en principe une influence significative sur la composition du conseil (Godard, Raffournier et Schatt, 2008). Selon Raheja (2005), lorsque l'actionnariat est fortement concentré, une pression supérieure est exercée sur les dirigeants par les actionnaires de contrôle et, par conséquent, la proportion d'administrateurs indépendants est plus faible. Lorsque l'actionnariat est dilué, les actionnaires (tous minoritaires) ne peuvent contrôler directement le dirigeant (problème du passager clandestin), ce qui va les inciter à voter pour des administrateurs indépendants, chargés de défendre leurs intérêts. En France, Godard, Raffournier et Schatt (2008), montrent que la présence d'administrateurs indépendants est étroitement liée à la structure de propriété des entreprises. Les auteurs constatent l'augmentation significative de la proportion d'administrateurs indépendants entre 2001 et 2006. Ils expliquent cette augmentation, en partie, par une dilution forte de l'actionnariat.

Notons que les théories contractuelles et cognitives peuvent aboutir à des hypothèses différentes. Selon la théorie de l'agence, la présence d'administrateurs indépendants permettrait d'améliorer la performance. Cependant, selon la théorie cognitive, le conseil doit être composé d'administrateurs qui aident le dirigeant à concevoir la stratégie de l'entreprise. Selon Charreaux (2002b), le critère de diversité prend ainsi le pas sur celui d'indépendance.

La diversité s'interprète en terme de diversité de profils des administrateurs, de nationalités, de formations, de parcours professionnels et de parité. L'étude de Korn/Ferry International sur les conseils des sociétés du CAC 40 de 2007 montre que les conseils se sont davantage ouverts à des non-français (26% en 2006 contre 14% en 1995). En ce qui concerne la parité, cette étude pointe le faible nombre de femmes siégeant dans les conseils malgré le doublement de leur proportion (7% en 2006 contre 3,6% en 1995). Concernant l'âge, les administrateurs ont en moyenne 60 ans en 2006 contre 61 ans en moyenne en 1995, ce qui contraint les entreprises à anticiper le renouvellement de bon nombre d'administrateurs dans les prochaines années.

Plusieurs études ont analysé l'impact des différents mécanismes de gouvernance sur la rémunération. Les résultats contradictoires témoignent de la complexité à tester l'approche disciplinaire de l'agence, pour plusieurs raisons. Selon Charreaux (2000), la relation entre le conseil d'administration et la performance ne peut pas être étudiée sans la prise en considération des autres mécanismes. En effet, le conseil peut être un complément ou un substitut pour d'autres mécanismes de gouvernance. Dès lors, son rôle disciplinaire peut

dépasser la seule relation entre les actionnaires et les dirigeants pour englober d'autres relations faisant intervenir d'autres parties prenantes.

Considérant la forte controverse sur la pertinence de la notion d'indépendance des administrateurs dans le contexte français, la formulation d'une hypothèse sur le lien qui pourrait exister entre leur proportion dans les conseils et la rémunération des dirigeants paraît non fondée. Néanmoins, nous avons choisi d'intégrer cette variable dans nos modèles d'analyse.

Dans cette recherche, sont réputés indépendants les administrateurs désignés comme tels dans les rapports annuels des sociétés.

La proportion d'administrateurs indépendants (PAI) est mesurée par le ratio : nombre d'administrateurs indépendants (AI) sur nombre total d'administrateurs composant le conseil d'administration ou de surveillance de la société i à la fin de l'exercice fiscal t .

Tableau 31 : Part des administrateurs indépendants selon l'indice de cotation en 2005

Variable	N*	Moyenne (%)	Médiane (%)	Ecart-type (%)	Min (%)	Max (%)
CAC 40	33	35,52	38	20,82	0	64,29
SBF 120 hors CAC 40	65	24	19	24,36	0	90,91
SBF 250 hors SBF 120	80	15	0	19,35	0	87,5
PAI dans les sociétés du SBF 250	178	22	18,18	22,79	0	90,91

N : représente le nombre de sociétés retenues dans chacun des indices de cotation.

Source : Dardour A., rapports annuels, 2005.

En 2005, le pourcentage moyen d'administrateurs indépendants siégeant dans les conseils des sociétés du CAC 40 (33 sociétés) dépasse le seuil du tiers recommandé par le rapport Bouton (2002). Il est de l'ordre de 35,52% contre le quart (24%) pour les sociétés du SBF 120 hors CAC 40. Toutefois, cette proportion est largement inférieure dans les sociétés du SBF 250 hors SBF 120 puisqu'elle est de l'ordre de 15 % d'administrateurs des conseils. Pour notre échantillon total, la proportion moyenne d'administrateurs indépendants en 2005 est de l'ordre de 22%. Ce résultat demeure inférieur au seuil d'un tiers d'administrateurs indépendants préconisé par le rapport Bouton (2002). Sur la période de l'étude (2002-2005), le pourcentage d'administrateurs indépendants par indice de cotation est quasi-identique au pourcentage constaté en 2005. En effet, il atteint 34,79% pour les sociétés du CAC 40, 24,5% pour les sociétés du SBF 120 (hors CAC 40) et 14,71% pour les sociétés du SBF 250 (hors SBF 120).

L'évolution des conseils d'administration s'est opérée de manière différente selon que l'entreprise avait un actionnariat diffus ou concentré. Cette particularité a influencé la manière dont a été institutionnalisée l'indépendance au sein des conseils d'administration entre les années 2002 à 2007. Les entreprises du SBF 250 à actionnariat diffus se sont conformées plus rapidement aux exigences en matière d'indépendance. A l'opposé, dans les sociétés à capital concentré, l'institutionnalisation de l'indépendance s'est opérée plus lentement. Ce constat reflète le rôle de la structure de l'actionnariat dans l'instrumentalisation des règles. En France, il est probable que les actionnaires de contrôle continuent à occuper des sièges, pour défendre leurs intérêts, tout en acceptant d'intégrer progressivement des administrateurs indépendants pour se conformer aux règles de bonnes pratiques largement véhiculées par les codes de gouvernance d'entreprise.

A partir des résultats des statistiques descriptives de l'échantillon de notre recherche et de l'étude Korn Ferry international (2007), l'encadré suivant propose le portrait type d'un conseil d'administration pour une société cotée au CAC 40.

Conseil d'administration type d'une société du CAC 40

- 15 administrateurs siégeant dans le conseil
- 7 administrateurs indépendants, soit près de 35% du total des administrateurs
- 3 administrateurs étrangers, soit 20% du total des administrateurs
- 1 femme, soit environ 7% du total des administrateurs
- 60 ans, âge moyen des administrateurs
- 7 réunions par an
- 3 comités spécialisés (comité d'audit, comité de nomination et des rémunérations et comité stratégique). 65% des membres de ces comités sont indépendants

2. La structure de l'actionnariat et la rémunération des dirigeants

La théorie de l'agence suppose des différences de comportements et de performances en fonction de la structure de propriété. L'idée sous-jacente est la suivante : « en raison de divergence d'intérêts entre individus ou organisations, les relations de coopération s'accompagnent nécessairement de conflits inducteurs de coûts qui réduisent les gains potentiels issus de la coopération » (Charreaux, 1999, p. 63). Les études empiriques s'intéressent principalement à l'incidence de la structure de propriété sur la performance de

l'entreprise. Globalement, trois thèses se confrontent : la thèse de « convergence des intérêts » selon laquelle le dirigeant qui détient un pourcentage important du capital serait incité à gérer dans le sens de l'intérêt des actionnaires. La thèse de la neutralité stipule que la structure de propriété n'est qu'une « réponse endogène du processus de maximisation du profit, fonction des caractéristiques d'exploitation de la firme et des pressions exercées par l'environnement (les marchés externes) ; autrement dit, toutes les structures sont équivalentes ». Cette thèse est soutenue par Demsetz (1983). Enfin, la thèse de l'enracinement soutient au contraire que les dirigeants qui possèdent une « majorité solide du capital échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur ».

En ce qui concerne l'impact de la structure de propriété de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants, plusieurs recherches ont été effectuées (Boyd, 1994 ; Gomez-Mejia, Tosi et Hinkin 1987). Ces recherches testent la sensibilité de la rémunération à la performance dans les entreprises à capital concentré (un petit nombre d'actionnaires détiennent des parts significatives du capital) et dans les entreprises à capital dispersé. La concentration de la propriété va de pair avec un système de contrôle plus strict dans lequel les actionnaires dominants exercent une présence plus active auprès des dirigeants. Il en ressort, en général, qu'un capital concentré est associé à un lien plus étroit entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle. Ce résultat s'explique par l'importance du contrôle direct exercé par les actionnaires de référence sur les dirigeants pour les inciter à gérer l'entreprise dans leur intérêt. Au contraire, en présence d'un actionnariat diffus, le contrôle du dirigeant serait peu efficace. Pour remédier à ce problème, la théorie de l'agence recommande d'associer le dirigeant au capital de l'entreprise et de mettre en place un système de rémunération incitatif pour lier sa richesse aux conséquences de ses actions et décisions.

Par ailleurs, la nature de l'actionnariat de contrôle peut également influencer la rémunération des dirigeants. En plus des entreprises à capital dispersé, nous distinguons trois autres groupes au sein des sociétés à actionnariat concentré : les entreprises contrôlées par une famille²⁹, ou un entrepreneur, les entreprises contrôlées par l'Etat Français, les entreprises contrôlées par une autre société.

Lorsque le capital est contrôlé par une famille, deux cas de figure se présentent :

- le dirigeant de l'entreprise familiale est un membre de la famille (ou le fondateur) ;

²⁹ Davis et Tagiuri (1982) définissent une entreprise familiale comme «une organisation où deux ou plusieurs membres de la famille étendue influencent la marche (la direction) de l'entreprise à travers l'exercice des liens de parenté, des postes de management ou des droits de propriété sur le capital».

- le dirigeant de l'entreprise familiale est un membre externe à la famille, recruté pour ses compétences managériales.

Concernant la relation propriété familiale/rémunération des dirigeants, les résultats des études empiriques restent ambigus. Goldberg et Idson (1995) ont identifié que le contrôle familial influence positivement la rémunération des dirigeants. En revanche, Deckop (1988) a montré que lorsque le fondateur de l'entreprise est également le CEO, il reçoit une rémunération inférieure à celle perçue par un CEO désigné suite à une promotion interne. Gomez-Mejia et al. (2003) montrent que dans une grande entreprise contrôlée par une famille, le CEO qui est membre de la famille peut recevoir une rémunération moins importante qu'un dirigeant externe. Les études empiriques montrent que les dirigeants fondateurs perçoivent une rémunération incitative faible par rapport aux dirigeants professionnels parce que leurs intérêts sont mieux alignés avec ceux de l'organisation, non seulement en raison de la grande part du capital du fondateur mais aussi en raison de leur fort engagement organisationnel (*Organizational commitment*). La rémunération globale du CEO fondateur est plus faible par rapport à celle du dirigeant professionnel à cause de la plus grande sécurité de l'emploi et de la plus forte motivation intrinsèque.

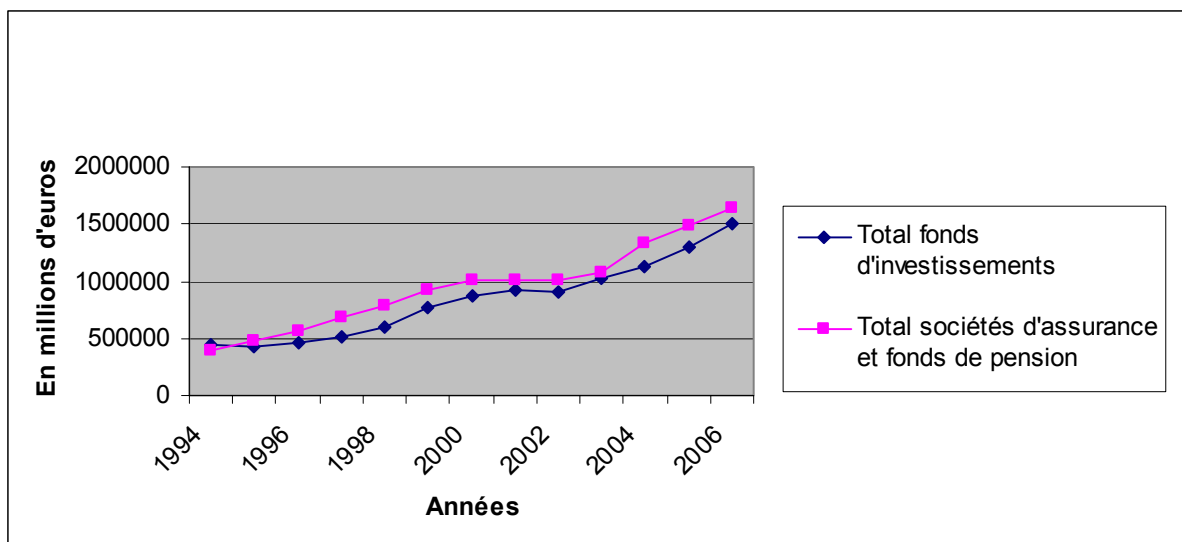
Les dirigeants fondateurs se distinguent des dirigeants professionnels à différents égards. Le premier aspect concerne la propriété du capital qui est plus importante pour le dirigeant fondateur que pour le dirigeant professionnel (Nilson, 2003). Par conséquent, les fondateurs possèdent des liens économiques plus forts avec leurs sociétés. Par définition, le fondateur est aussi celui qui possède l'ancienneté la plus longue dans la société. Son engagement dans la création et le développement de l'entreprise le rend capable d'accumuler des compétences spécifiques à la société. Au-delà de ces différences extrinsèques, les fondateurs possèdent souvent quelques attributs intrinsèques que l'on ne retrouve pas chez les dirigeants professionnels. À titre d'exemple, les fondateurs ont tendance à rechercher davantage l'accomplissement de soi (Begley, 1995 ; McClelland, 1985). Ils ont également un plus fort attachement et engagement psychologique à leur entreprise que les dirigeants professionnels (Arthurs et Busenitz, 2003 ; Gimeno et al. 1997). Tous ces attributs influencent la motivation, les décisions et la relation du fondateur avec l'organisation.

2.1 Le lien entre la participation des investisseurs institutionnels au capital et la rémunération des dirigeants

Les investisseurs institutionnels sont des structures destinées à placer l'argent d'autrui. Ils n'agissent pas à titre personnel, mais s'interposent entre les épargnants et les sociétés émettrices. Ils proposent leurs services dans un objectif précis, à savoir la valorisation de l'argent d'autrui. Ils disposent de compétences et de moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur les instruments financiers. Ils regroupent les compagnies d'assurance, les banques, les organismes de placement collectif des valeurs mobilières (OPCVM), les fonds de pension et les fonds spéculatifs.

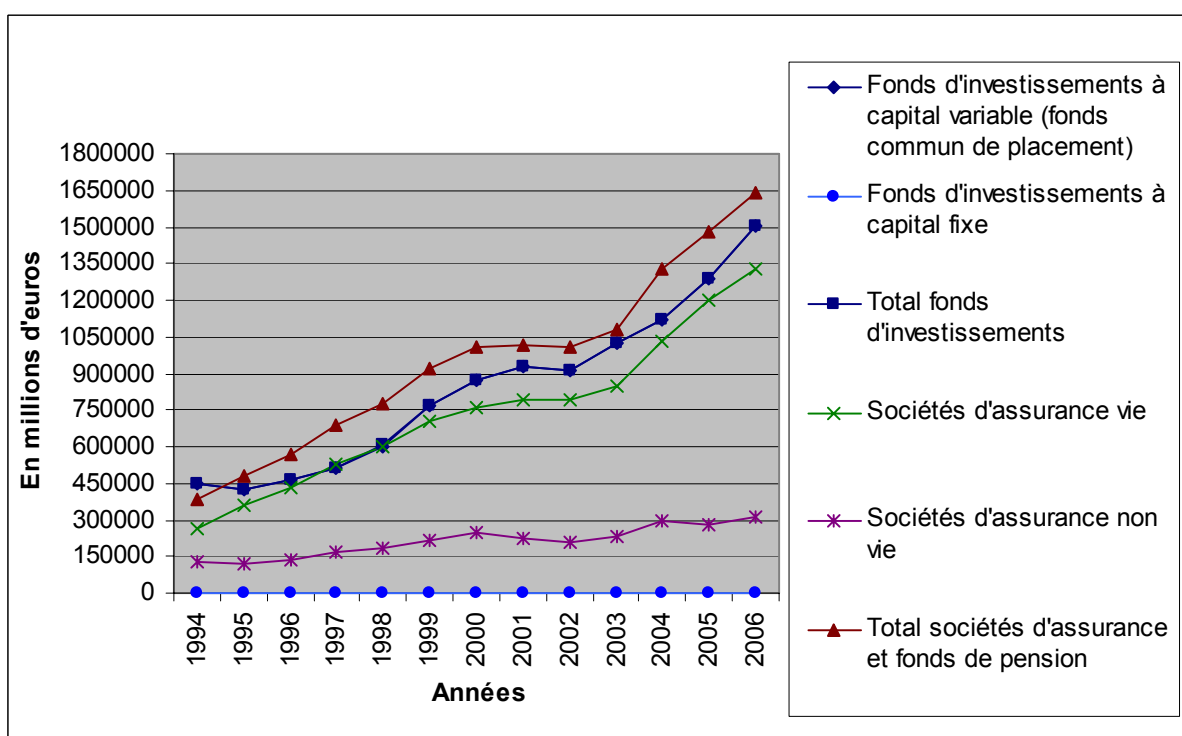
Les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs prédominants dans l'économie mondiale. Ils jouent un rôle moteur dans l'internationalisation des marchés financiers (Plihon, 1999). Le marché de la gestion collective de l'épargne demeure largement dominé par les investisseurs anglo-saxons, en particulier aux Etats-Unis depuis la loi ERISA (*Employment Retirement Income Security Act, 1974*). En France, on assiste à une montée en puissance des investisseurs institutionnels qui constituent « l'un des vecteurs majeurs des transformations en cours du capitalisme contemporain » (Mottis et Ponsard 2002). Ils sont la manifestation de l'essor considérable, ces dernières années du capitalisme collectif qui se caractérise par une dissociation entre la propriété du capital et la gestion de ce dernier. Ils diversifient leur portefeuille en prenant des participations dans les sociétés nationales et étrangères.

Les graphiques 14 et 15 illustrent l'importance des actifs financiers et non financiers des investisseurs institutionnels en France pour la période 1994-2006. Le graphique 14 présente une ventilation des actifs par secteur institutionnel à savoir les fonds d'investissement, les compagnies d'assurance et les fonds de pension. Le graphique 15 détaille plus finement les actifs par type d'investisseurs. Au sein des fonds d'investissement, on distingue les sociétés d'investissement à capital variable, ventilées en fonds de placement sur le marché monétaire et les autres fonds communs de placement, et les sociétés d'investissement à capital fixe dont les fonds de placement immobilier. Au sein des compagnies d'assurance et des fonds de pension, on distingue les compagnies d'assurance, ventilées en sociétés d'assurance vie et en sociétés d'assurance non vie et les fonds de pension autonomes. Le graphique 16 montre la progression du volume des actifs totaux des II en France pour la même période.



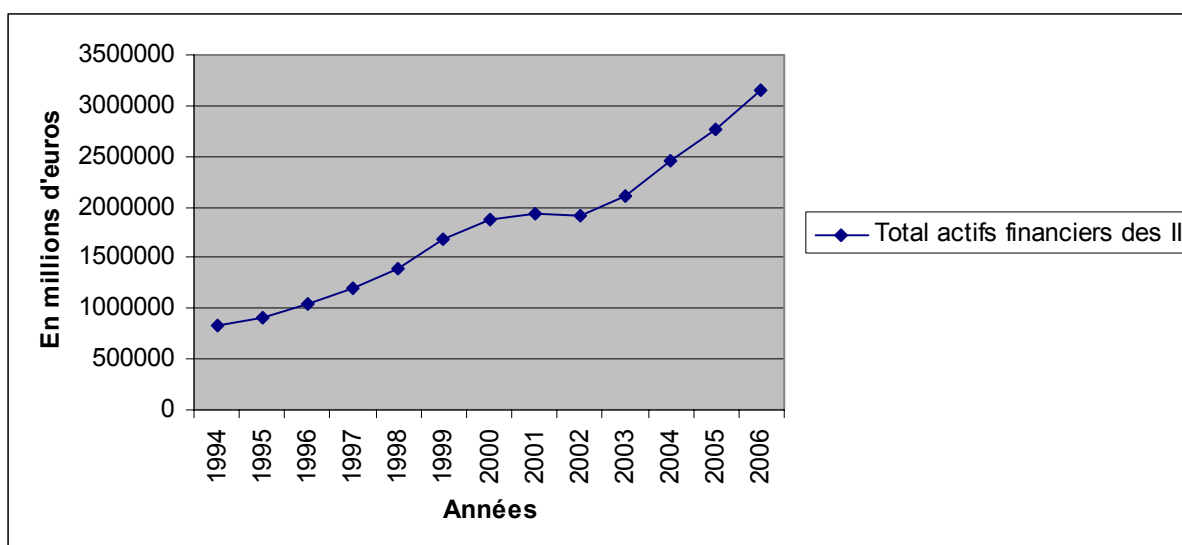
Source : Site Internet de l'OCDE (2007)

Graphique 14 : Les actifs des investisseurs institutionnels par secteur institutionnel en France entre 1994-2006 (en millions d'euros)



Source : Site Internet de l'OCDE, 2007.

Graphique 15 : Les actifs des investisseurs institutionnels par type d'investisseurs en France entre 1994-2006 (en millions d'euros)



Source : Site Internet de l'OCDE, 2007.

Graphique 16 : Les actifs totaux des investisseurs institutionnels en France entre 1994 et 2006 (en millions d'euros)

Les II se caractérisent par leur diversité, tant du point de vue de leur statut juridique que de leur stratégie. Selon les classifications habituelles, les II regroupent quatre principaux types d'institution : les fonds de pension, les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurance et les fonds spéculatifs. Nous présentons brièvement les caractéristiques et les spécificités de chacune de ces catégories d'II.

- Les fonds de pension

Les fonds de pension ont été conçus par les dirigeants d'entreprise à des fins de stabilisation de la main-d'oeuvre. En effet, dès la fin du 19^{ème} siècle aux Etats-Unis, les grandes entreprises américaines ont mis en place des fonds de pension privés permettant de verser au salarié une prestation de retraite à l'issue de sa période d'activité dans l'entreprise, à des conditions suffisamment avantageuses pour le maintenir dans l'entreprise. En 1935, les américains ont instauré la *Social Security*. Ce système fonctionne en répartition comme la Sécurité Sociale française mais délivre des prestations faibles qui nécessitent un complément. Partant de ce constat, les syndicats et l'aile gauche du Congrès ont cherché à développer les fonds de pension privés en promouvant la loi ERISA (1974). Cette loi pose les nouvelles règles de fonctionnement des fonds et leur articulation au marché financier. L'externalisation de la gestion des actifs financiers de ces fonds de pension, de l'entreprise vers des intermédiaires financiers est devenue une évolution souhaitable. Cette externalisation permet

de professionnaliser l'activité des gestionnaires des fonds et d'encadrer leurs pratiques d'investissement pour satisfaire aux nouvelles exigences de protection des intérêts des salariés. Ainsi, se développe la gestion collective de l'épargne, sous la forme de *Mutual funds* et des départements de gestion d'actifs des banques (*Asset management*). La seconde transformation réglementaire concerne la création d'un nouveau type de fonds dits à cotisations définies, en 1981, qui permet au salarié d'épargner individuellement. Cette loi change ainsi radicalement la conception de fonds de pension. Dans les fonds traditionnels à prestations définies, il s'agit d'un engagement de l'entreprise à verser une prestation. L'entreprise reste donc responsable de la gestion du fonds. Dans les nouveaux fonds, le salarié épargne à titre personnel dans un fonds et n'a pas une garantie de prestations ou de capital final. L'intérêt du salarié est préservé lorsque le rendement de l'investissement effectué par le gestionnaire de fonds pour son compte est comparable à celui obtenu à partir d'investissements alternatifs de même risque, disponible sur le marché.

- Les compagnies d'assurance

Les compagnies d'assurance sont des intermédiaires financiers dont l'activité principale consiste à proposer des contrats destinés à protéger les souscripteurs d'un risque de perte lié à la réalisation d'un événement spécifique. Leurs activités se composent principalement de deux importants secteurs : l'assurance dommages (assurance non-vie) et l'assurance des personnes physiques (assurance-vie). Les contrats d'assurance-vie peuvent être considérés comme des produits d'épargne, ce qui permet aux compagnies d'assurance de jouer le rôle de gestionnaires d'actifs pour le compte de fonds de pension. Cette activité est souvent déléguée à leurs filiales de gestion de portefeuille.

- Les organismes de placement collectif

Un organisme de placement collectif est constitué des sommes mises en commun par des investisseurs et gérées pour leur compte par un gestionnaire de portefeuilles. Ces derniers utilisent ces sommes pour acquérir des titres, c'est-à-dire des actions, des obligations ou d'autres valeurs mobilières en fonction de leurs objectifs.

- Les fonds spéculatifs

Les fonds spéculatifs mettent en commun le capital d'un petit nombre d'individus fortunés ou d'investisseurs institutionnels sous la direction d'un seul gestionnaire ou d'une seule équipe. Une des techniques clés consiste à utiliser des positions courtes et longues, ce qui permet une protection dans l'éventualité d'un marché qui chute, d'où l'appellation en anglais d'un fonds spéculatif, « *hedge fund* » (fonds de couverture). Dans le monde, on dénombre 9 000 fonds spéculatifs qui gèrent près de 1 400 milliards d'euros (Libération, 14/04/2007).

Quelques caractéristiques essentielles distinguent les fonds spéculatifs des autres instruments de placement : premièrement, le point commun entre les fonds spéculatifs est qu'ils n'achètent pas des actifs pour en faire une source de revenus. Leur objectif est de rentabiliser leurs investissements uniquement en s'accaparant des plus values sur le capital. Il ne s'agit que de portefeuilles transactionnels. Les gestionnaires de fonds spéculatifs recherchent des rendements absolus. Autrement dit, leur objectif est de maximiser la valorisation annuelle du placement et non de faire mieux que la moyenne. Leur but est donc de réaliser des rendements positifs et non une performance par rapport à un indice de référence. En échange, ils assument des niveaux de risque plus élevés.

Deuxièmement, afin d'échapper aux lois domestiques, ces fonds sont installés le plus souvent à l'étranger et peuvent ainsi contourner les règles de gestion traditionnelle. Du fait de l'opacité de leurs techniques et de l'absence de contrôle de ces fonds, ces derniers sont souvent accusés d'être à la source de nombreuses crises financières internationales ces dernières années. Ils échappent à tous les dispositifs mis en place par les autorités internationales. La crise financière des crédits immobiliers à risque (*subprimes*) survenue aux Etats-Unis l'été 2007, leur est en partie attribuée. Les organisations financières internationales, convaincues de l'utilité des fonds spéculatifs sur les marchés financiers, appellent à la nécessité de rendre leur activité plus transparente et à une meilleure maîtrise du risque pour protéger les épargnants et plus globalement toutes les parties prenantes.

Le gouverneur de la réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, considère que « les fonds spéculatifs ont une véritable contribution macroéconomique. Ils peuvent se permettre de prendre des risques sur des marchés là où les banquiers et les assurances ne le peuvent pas en raison des règles domestiques auxquelles ils sont soumis. En tirant profit des actionnaires du marché, ils augmentent l'efficacité et la liquidité des marchés »³⁰. Un rapport d'expert, publié

³⁰ <http://www.euractiv.fr/euro-finance/dossier/code-conduite-fonds-speculatifs-hedge-funds-00036>, « Vers un code de conduite pour les fonds spéculatifs ? », 28/08/2008.

en mars 2007 par le groupe socialiste du Parlement européen, recommande une réglementation plus forte des fonds spéculatifs et de la participation privée. Face à l'opposition des Etats-Unis et du Royaume Uni, aucune réglementation contraignante n'a été envisagée. Selon ces deux pays, les *hedge funds* n'ont pas besoin de régulation propre, car ils sont déjà soumis à la surveillance des banques qui leur apportent des capitaux et encadrent par exemple leurs opérations d'acquisition par emprunt (en anglais LBO, *Leverage Buy-Out*).

Troisièmement, ces investisseurs peuvent utiliser plusieurs instruments financiers comme la vente à découvert d'actions, l'effet de levier, l'arbitrage, les options, les swaps et les warrants et d'autres produits dérivés. La vente à découvert consiste à emprunter des actions et à les vendre, dans l'intention de les racheter à un cours inférieur et de les restituer au prêteur. L'arbitrage permet de bénéficier d'écarts momentanés de cours d'un même actif sur des marchés boursiers différents.

La littérature suppose que l'intensité du contrôle du conseil dépend de la structure de propriété de la firme. La présence de blocs de contrôle externes est associée à un lien fort entre la rémunération des dirigeants et la performance de la firme. Le contrôle des dirigeants par les investisseurs institutionnels permet de réduire les problèmes d'agence à l'intérieur de la firme (Schleifer et Vishny, 1986). Considérée de manière isolée, la part du capital détenue par un investisseur institutionnel (ci-après II) dans une entreprise peut paraître insignifiante. Mais les participations cumulées de plusieurs II dans certaines entreprises se révèlent largement significatives pour qu'ils puissent influencer les orientations stratégiques de la firme, à la seule condition de coordonner leur comportement. Les petits actionnaires suivent les lois des marchés financiers : ils vendent leurs parts s'ils ne sont pas satisfaits du management (*exit*), mais n'ont pas le pouvoir de remplacer l'équipe dirigeante (*voice*). En revanche, les II puissants ont la possibilité de choisir entre *exit* et *voice*. La première voie est facilitée par la liquidité des titres susceptibles d'être vendus à tout moment, alors que la deuxième émane de la concentration de l'actionnariat et du pouvoir accru des détenteurs sur les grandes entreprises. Les II peuvent exercer des pressions sur les équipes dirigeantes en menaçant de vendre leurs titres si le management refuse de se conformer à leurs injonctions. La stratégie *voice* devient opérante parce que la menace *exit* devient crédible (Windolf, 1999). Les options stratégiques des II (*voice et exit*) peuvent se coordonner sur deux plans : d'une part, à travers les organismes de représentation des intérêts (comme le *Council of the institutional investor aux Etats-Unis*)³¹. D'autre part, les investisseurs peuvent également

³¹ Pour plus d'information sur cet organisme nous renvoyons le lecteur vers le site Internet : <http://www.cii.org/>

coordonner leurs initiatives parce qu'ils appartiennent au même « champ organisationnel » (DiMaggio et Powell, 1983). « Les managers de ces institutions sont des professionnels ayant reçu la même formation universitaire, ils se reconnaissent comme faisant partie de la même communauté financière, ils reçoivent et échangent leurs informations à partir de sources similaires ou équivalentes et sont soumis à la même pression des marchés » (Windolf, 1999). Il est ainsi hautement probable qu'ils sont amenés à prendre des décisions identiques dans des situations similaires.

De par leur pouvoir d'influence (*menace d'exit*) et de décision (*voice*), les II peuvent promouvoir les règles de « bonnes » pratiques de gouvernance d'entreprise, en matière de rémunération des équipes dirigeantes des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ils peuvent recommander des règles. A titre d'illustration, le fonds de pension américain *California Public Employees Retirement System* (CalPERS) a adopté, le 16 juin 2006, de nouvelles normes en ce qui concerne les régimes d'options d'achat d'actions pour les membres de la haute direction des mille plus grandes sociétés dans lesquelles il investit. Désormais, pour obtenir son approbation, un régime d'attribution d'options sur actions doit remplir deux conditions : les cinq plus hauts dirigeants de l'entreprise ne doivent pas recevoir plus de 5 % des options d'achat d'actions et les dirigeants doivent attendre au moins quatre ans avant d'exercer leurs options. De même, l'investisseur institutionnel canadien le plus important, l'Office d'Investissement du Régime de Pensions du Canada a adopté des directives concernant l'exercice de ses droits de vote à l'égard des ententes de rémunération avec les dirigeants. Ainsi, les entreprises sont incitées à favoriser l'octroi d'actions plutôt que d'options aux dirigeants ; à conserver la majorité de leurs actions jusqu'à leur départ ; à garantir l'indépendance de la majorité des membres du conseil et en particulier celle des membres des comités des rémunérations.

En France, la part des II dans le capital social de plusieurs entreprises devient de plus en plus importante, en particulier dans les grandes sociétés (CAC 40). Selon Jeffers et Plihon (2001), les II détiennent 36,9% de la capitalisation boursière de la bourse de Paris en 1999 et 50% pour l'ensemble des entreprises du CAC 40. Par exemple, à la fin de l'exercice fiscal 2006, plus de 78% du capital social du groupe ACCOR est détenu par des II étrangers et français (54,92% et 22,40% respectivement) alors que les fondateurs détiennent seulement 3,23% du capital.

La plupart des études américaines sur le rôle des II dans la décision d'investissement emploient la propriété comme synonyme de pouvoir. En effet, l'accroissement du pourcentage du capital détenu par les II s'accompagne souvent de la nomination d'un ou

plusieurs représentants de ces investisseurs au sein du conseil d'administration afin d'assurer un contrôle plus rigoureux des dirigeants et de garantir la bonne utilisation des fonds investis (Gilson, 1990).

L'étude de David, Kochhar et Levitas (1998) portant sur les II révèle que ces derniers influencent à la fois le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants dans le sens des préconisations de la théorie de l'agence : la présence des II est associée à des niveaux de rémunération plus faible avec une forte proportion de la rémunération incitative à long terme dans la rémunération globale.

Hartzel et Starks (2002) établissent un modèle dans lequel la propriété institutionnelle est mesurée par la fraction du capital détenue par les cinq premiers II dans l'entreprise. Cette mesure permet globalement de capturer l'influence des II. Hartzel et Starks (2002) trouvent une relation négative entre le niveau de la rémunération et la propriété institutionnelle. Gallagher, Smith et Swan (2006) établissent un modèle différent de celui de Hartzel et Starks (2002), en introduisant trois modifications dans leur méthodologie. Premièrement, ils retiennent la part totale du capital détenue par les II à la place de la part du capital détenue par les cinq premiers II. Deuxièmement, en plus de la sensibilité de la rémunération à la performance induite par l'attribution des options, ils ajoutent la sensibilité de la rémunération à la performance liée à la détention globale par le dirigeant des stock-options et des actions et une mesure de la sensibilité de la rémunération totale à la performance. Les auteurs étudient par la suite la relation entre ces mesures d'incitation des dirigeants et la performance de la firme pour comprendre quelle est la mesure incitative des institutionnels. Troisièmement, ils examinent l'effet de la taille en utilisant deux mesures : le niveau de la capitalisation boursière et le logarithme naturel de la capitalisation boursière. Ils montrent que le contrôle des II n'est pas effectif comme l'établissait l'étude d'Hartzel et Starks. En reproduisant la méthodologie utilisée par Hartzel et Starks, ils confirment les mêmes résultats. Toutefois, les auteurs notent que ces résultats sont sensibles à la transformation de la variable de contrôle « taille de l'entreprise ». Ainsi, quand la variable logarithme naturel de la capitalisation boursière est déployée, la relation entre la concentration des institutionnels et la sensibilité de l'attribution des options à la performance devient non significative et la relation avec le niveau de la rémunération devient positive et significative.

Bien que la concentration de la propriété des II ne puisse pas éliminer entièrement le problème des passagers clandestins (*free rider*), elle peut capturer la propriété des II qui ont davantage intérêt à contrôler les dirigeants.

Hypothèse 5 : Le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels (étrangers et français) influence le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants.

Tableau 32 : Répartition du pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels identifiés selon l'indice de cotation sur la période 2002-2005

Indices	% du capital détenu par les II Etrangers	% du capital détenu par les II Français	% du capital détenu par les II Français et Etrangers	
CAC 40	N	65	64	84
	Moyenne	19,23	16,74	31,06
	Médiane	12,44	9,07	14,44
	Ecart-type	17,53	14,95	29,10
	Minimum	,59	,02	,61
	Maximum	55,40	60,80	89,10
SBF 120	N	116	113	179
	Moyenne	16,04	13,50	21,96
	Médiane	12,82	8,12	14,48
	Ecart-type	12,56	14,06	21,36
	Minimum	,32	,01	,04
	Maximum	60,40	61,10	83,49
SBF 250	N	61	97	162
	Moyenne	11,14	17,90	20,25
	Médiane	7	10,47	14,29
	Écart-type	11,82	19,50	18,38
	Minimum	,32	,16	,16
	Maximum	68,39	82,86	82,86

Source : Dardour, Dafsaliens, 2002-2006.

Le tableau 32 montre que les investisseurs institutionnels détiennent une part importante du capital des sociétés du SBF 250. Ainsi, cette part atteint plus de 30% dans les sociétés du CAC 40. Toutefois, ce pourcentage tient uniquement compte des investisseurs institutionnels identifiés. Les déclarations de franchissement de seuils de participation dans les sociétés cotées sont obligatoires à partir de 5% du capital ou des droits de vote (article L. 233-7 du code de commerce). Mais les statuts de la société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote inférieures à 5%.

2.2 Le lien entre la concentration du capital et la rémunération des dirigeants

Lorsque la propriété est dispersée, chaque actionnaire individuel détient une très faible fraction du capital et ne peut exercer seul un contrôle réel et fructueux des actions du dirigeant puisqu'il supporte les coûts mais, en contrepartie il ne reçoit qu'une partie du gain total réalisé. Ce phénomène favorise les comportements de passager clandestin (*free rider*) qui à son tour augmente le pouvoir discrétionnaire du dirigeant (Conyon et Leech, 1994). Dans cette situation, la théorie de l'agence stipule d'adopter une politique de rémunération incitative pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et améliorer la valeur pour les actionnaires. En revanche, lorsque la propriété est concentrée, les actionnaires de référence détiennent suffisamment de droits de vote pour influencer les dirigeants et sont en mesure de créer une coalition d'intérêts avec d'autres actionnaires pour s'opposer à certaines résolutions proposées par le management. Dans ce cas, le rôle de la rémunération incitative perd de son importance. Il s'ensuit qu'en se basant sur la relation principal-agent, la concentration du capital, qu'elle soit aux mains des dirigeants ou d'un groupe d'actionnaires, influence négativement la rémunération des dirigeants (Core, Holthausen et Larker, 1999 ; Dogan et Smyth, 2002). Dogan et Smyth (2002) ont trouvé que lorsque le capital est dispersé, des niveaux plus importants de rémunération des dirigeants sont sollicités pour remédier au caractère sous-optimal de la supervision, aux possibilités d'expropriation de la rente et au pouvoir discrétionnaire des dirigeants.

2.3 Le lien entre l'actionnariat du dirigeant et sa rémunération

La théorie de l'agence stipule qu'il est possible d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires de façon à augmenter la valeur de l'entreprise. Ainsi, plus les dirigeants détiennent d'actions, moins ils auront besoin d'incitatifs dans leur rémunération globale, pour agir dans l'intérêt des autres actionnaires (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976). Toutefois, Jensen et Meckling (1976) arguent que lorsque le dirigeant ne possède pas la totalité du capital de l'entreprise, il serait incité à accroître ses bénéfices privés dans l'entreprise puisqu'il ne supporte pas en totalité le coût de son opportunisme. Dans une ligne de pensée similaire, O'Byrne (1995) affirme que la rémunération des dirigeants doit répondre à quatre préoccupations pour être suffisamment incitative à la création de la valeur. En effet, elle doit « aligner la fonction d'utilité des dirigeants sur la maximisation de la valeur de

l'entreprise ; inciter les dirigeants à prendre des décisions nécessaires mais aux conséquences contraignantes ; maintenir un niveau de rémunération suffisant dans les périodes de conjoncture plus défavorables ; réduire le coût pour les actionnaires en limitant la rémunération des dirigeants à des niveaux permettant de préserver la maximisation de la richesse des actionnaires ». Pour cet auteur, aucune autre formule de rémunération ne peut mieux garantir le respect de ces conditions que la participation des dirigeants dans le capital de leur entreprise.

En accord avec la théorie de l'agence, plusieurs auteurs (Gomez-Mejia et al. 1987 ; Deckop, 1988 ; Jensen et Murphy 1990 ; Finkelstein et Hambrick, 1990 ; Ryan et Wiggins, 2002) ont tenté de démontrer la relation entre l'ampleur des actions détenues par le dirigeant dans son entreprise et sa rémunération. Les résultats de ces recherches sont contradictoires. En effet, Finkelstein et Hambrick (1990) n'ont trouvé aucune relation significative entre la rémunération des dirigeants et la part du capital qu'ils détiennent. Alors que Ryan et Wiggins (2002) ont trouvé une relation négative entre la rémunération en actions des dirigeants (les actions et les stock-options) et leur propriété dans le capital. Les auteurs attribuent ce résultat à un effet de substitution entre la rémunération incitative et la propriété du capital (dividendes). Gomez-Mejia et al. (1987) ont comparé cette relation sur deux groupes : un premier groupe composé de dirigeants détenant au moins 5% du capital de l'entreprise et un second groupe contenant les dirigeants détenant moins de 5% du capital. Leurs résultats montrent que les déterminants de la rémunération ne sont pas les mêmes pour les deux groupes : le rendement organisationnel est le seul déterminant explicatif pour le groupe détenant au moins 5% du capital alors que les déterminants liés à la taille de l'entreprise s'avèrent les seuls facteurs les plus significatifs de la rémunération des dirigeants du second groupe.

Deckop (1988) ; Firth et al. (1996) et Ramaswamy et al. (2000) ont souligné que les dirigeants-proprétaires préfèrent souvent limiter leur propre rémunération afin de réduire la capacité des autres dirigeants à négocier de fortes augmentations de salaire. Les dirigeants qui possèdent une large fraction du capital compensent leur faible rémunération en espèces et en actions par un autre revenu, celui des dividendes de leurs actions, qu'ils peuvent tirer de leur position d'actionnaire.

Par ailleurs, Desbrières et Mercier (2001), dans leur article « Enjeux éthiques des formules d'actionnariat des dirigeants », notent que certaines modalités contractuelles des formules d'actionnariat définies par le conseil d'administration contribuent parfois à exacerber le faible lien entre rémunération et performance organisationnelle, en particulier dans le cas

d'attribution de stock-options. En effet, lorsque le prix des actions vient à chuter fortement en dessous du prix d'exercice des options, certaines firmes décident d'annuler celles antérieurement attribuées pour adopter un nouveau plan avec un prix d'exercice plus faible. Cette pratique est défavorable aux actionnaires puisqu'elle neutralise l'effet incitatif escompté à long terme.

La participation du dirigeant au capital lui permet de s'approprier une part de la rente qu'il a contribué à créer. L'attribution d'actions et d'options accroît le risque assumé par les dirigeants puisque leur fortune dépend dorénavant de la performance boursière de l'entreprise, à moins qu'ils n'investissent les plus values de la vente des options levées dans d'autres projets. Lorsqu'un dirigeant concentre son capital « titres » et son capital humain spécifique dans une même entreprise, il peut adopter des comportements extrêmes : prendre les décisions les moins risquées pour sécuriser son emploi dans la société ou au contraire les plus risquées afin de maximiser la valeur de ses titres. « Cette incitation est particulièrement forte en cas d'adoption de plans d'options puisque les dirigeants ne réalisent aucun investissement financier lors de l'attribution des options et ne supportent qu'un coût d'opportunités et non une perte en capital réelle en cas de chute du cours de l'action. Dans ce contexte, il n'est pas certain que les formules d'actionnariat favorisent l'alignement des intérêts des dirigeants et des cadres sur ceux des actionnaires et conduisent à un accroissement de la performance à long terme des firmes qu'ils gèrent » (Desbrières et Mercier, 2001).

2.4 Le lien entre l'actionnariat des salariés et la rémunération des dirigeants

L'actionnariat salarié est en progression constante en France, puisqu'on dénombrait 700 000 actionnaires salariés en 1998 contre près de 3 millions en 2006 (Fédération Française des Actionnaires Salariés (FAS), 2006, p. 148). En 1999, la FAS et Euronext ont créé l'Indice de l'Actionnariat Salarié (IAS). L'IAS mesure la performance boursière des sociétés dotées d'un actionnariat salarié significatif, c'est-à-dire au moins 25% du personnel salarié de l'entreprise qui détient plus de 3 % du capital de la société. Au 24 avril 2006, l'IAS est composé de 37 sociétés. Par ailleurs, il existe d'autres indices à l'étranger comme l'indice ACAS qui comprend 350 entreprises Nord Américaines détenues à plus de 10 % par leurs salariés. La comparaison de l'évolution de l'IAS avec le CAC 40 et le SBF 250 aboutit aux différences suivantes au 28 avril 2006, en partant de la même base 100 de 1990 : IAS + 435,77%, CAC 40, + 244,72% et SBF 250 + 266,66%. Ces résultats montrent que les entreprises avec un actionnariat salarié significatif ont une performance boursière supérieure aux autres.

Cependant, comme c'est souvent le cas dans les relations étudiées entre variables d'AS et variables de performance, il est difficile de déterminer clairement le sens de la causalité entre les deux variables.

Au 31/12/2003, 118 entreprises appartenant à l'indice SBF 250 ont ouvert leur capital à leurs salariés. Concernant la représentation des actionnaires salariés dans le conseil d'administration en 2006, 8 % (21/250) des entreprises composant le SBF 250 comptent au moins un administrateur représentant les actionnaires salariés. Cette proportion devrait sensiblement augmenter puisqu'en vertu de l'article 32 de la loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006, les sociétés cotées ayant un actionnariat salarié supérieur à 3 % du capital doivent obligatoirement faire élire un administrateur représentant des actionnaires salariés.

Dondi (1992) définit l'actionnariat salarié (AS) comme étant « l'ouverture du capital aux salariés sous forme individuelle ou collective ». L'ouverture du capital ne se traduit pas forcément par une détention d'actions puisqu'elle peut revêtir différentes formes aussi diverses que : parts de fonds communs de placements, certificats d'investissement, obligations à bons de souscription d'actions, obligations convertibles en action, achat direct d'actions par les salariés et exercice des options d'achat d'actions. La FAS définit pour sa part l'actionnariat salarié comme « un actionnaire qui a acquis des actions de l'entreprise qui l'emploie, lors d'opération d'offres d'actions réservées à tous les salariés de cette entreprise ; il possède ces actions soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire d'un FCPE ou d'une SICAV d'actionnariat salarié » (FAS, 2006, p. 43).

En France, l'actionnariat salarié est le plus souvent géré dans le cadre de Plan d'Epargne Salariale (PES), qui sont des systèmes collectifs d'épargne proposés par les entreprises et qui permettent à tous les salariés de se constituer une épargne investie en valeurs mobilières, dans un cadre fiscal favorable. La création de ces plans n'est pas obligatoire et se réalise à l'initiative des chefs d'entreprises après négociation avec les partenaires sociaux. Il existe trois types de PES : les Plans d'Epargne Entreprise (PEE) et les Plans d'Epargne Groupe (PEG), les Plans d'Epargne Interentreprises (PEI) et les Plans d'Epargne Retraite Collectifs (PERCO). L'actionnariat salarié est géré le plus souvent au sein d'un PEE ou d'un PEG. L'actionnariat salarié peut être direct ou indirect et le PEE peut recevoir des versements réguliers ou exceptionnels.

Dans l'actionnariat direct, le salarié détient des actions de son entreprise dans un compte nominatif au sein du PEE, alors que dans sa forme indirecte, le salarié détient des parts de FCPE. En détenant individuellement des titres de leur entreprise, les salariés ont un pouvoir d'actionnaire potentiel, lequel ne deviendra effectif qu'à partir du moment où les actions

seront mises en commun dans un FCPE. Le conseil de surveillance du gestionnaire du fonds porte les voix des détenteurs lors des votes en Assemblée Générale. Il est possible néanmoins de laisser le droit de vote aux porteurs de parts. Mais en pratique, ce cas de figure est très rare (exemple : Sanofi-Aventis). La loi du 25 juillet 1994, dans ses articles 10 et 11, favorise l'exercice direct du droit de vote par les salariés. Elle autorise, dans les fonds communs de placement d'entreprise de l'article 20 de la loi du 23 décembre 1988, les salariés à voter individuellement si l'actif du fond est investi en totalité en titres de l'entreprise.

Les plans d'actionnariat salarié sont proposés au moment de la privatisation des entreprises publiques. En effet, la loi prévoit que 10 % des titres concernés doivent être offerts en priorité aux salariés de l'entreprise, avec un rabais maximum de 20 %. En contrepartie, les titres sont incessibles pendant deux ans. Outre le cas des privatisations, les entreprises peuvent proposer à leurs salariés d'acheter des actions à des conditions préférentielles. Les titres qui sont offerts aux salariés proviennent souvent d'une augmentation de capital qui leur est réservée, mais il peut s'agir également d'actions rachetées sur le marché si l'entreprise ne cherche pas à augmenter ses fonds propres ou si elle ne souhaite pas diluer son capital. Une autre possibilité de mettre en place des opérations d'actionnariat salarié est issue de l'article 83 de la loi de finance pour 2005 qui permet aux sociétés d'attribuer aux salariés des actions gratuites. Il s'agit d'actions qui sont détenues en direct et qui ne font pas partie du PEE ou du PEG.

Les salariés-actionnaires possèdent un double statut : apporteurs de capital humain et investisseurs en fonds propres dans leur entreprise. Etant co-proprétaires de l'entreprise, ils bénéficient des droits attachés à l'action et notamment le droit à l'information, au dividende et au pouvoir de décision au sein de l'entreprise par le biais du vote (les salariés sont présents aux assemblées générales et peuvent être représentés ou élus au conseil d'administration). On distingue généralement deux grands types d'AS : les coopératives de travailleurs et les entreprises capitalistes qui disposent d'un plan d'AS. Dans les coopératives, la propriété de l'entreprise est détenue collectivement par les membres et le pouvoir de décision final est exercé par ces derniers sur la base démocratique d'une voix par personne. Tous les employés ne sont pas forcément membres de la coopérative. Enfin, les coopératives sont souvent des sociétés non cotées d'une taille modeste. *Mondragon Corporacion Cooperativa* (MCC) au Pays Basque Espagnol est l'un des rares groupes industriels dont plus de la moitié des entreprises sont des coopératives. L'éventail salarial est compris entre 1 et 6. Les rémunérations des cadres dirigeants sont nettement inférieures à celles des entreprises classiques (sociétés anonymes). En France, le groupe chèque déjeuner, la troisième plus grande coopérative au niveau mondial dans l'émission de titres (titres restaurant, chèques

Cad hoc, chèque domicile...) distribue 45% de ses bénéfices aux salariés du groupe et l'écart entre les salaires est de 1 à 5. En 2006, le salaire du PDG de ce groupe est de l'ordre de 7500 euros par mois. Dans cette recherche, nous nous intéressons uniquement aux entreprises capitalistes cotées qui mettent en place un plan d'actionnariat salarié.

Concernant la présence d'actionnaires salariés aux assemblées d'actionnaires et au conseil d'administration, deux courants s'opposent dans le cadre de la théorie de l'agence :

- le premier courant considère que leur présence permet l'exercice d'un contrôle efficace des dirigeants et facilite l'alignement de leurs intérêts sur ceux des actionnaires externes et des salariés. Ils disposent d'un véritable pouvoir d'influence au sens de Shapley et Shubik (1954). Selon Desbrières (1997, p. 406), « leur statut d'actionnaires leur donne un droit d'information et favorise les échanges d'informations avec les actionnaires externes réunis en Assemblée Générale. La confrontation des différentes sources d'informations limite la proportion des dirigeants à adopter un comportement opportuniste. Les employés actionnaires ont la possibilité d'exercer un contrôle actif même s'ils ne disposent pas d'une minorité de blocage, ils peuvent créer ou rejoindre une coalition visant à contrer les décisions émanant de la majorité ». Leur participation au capital est également un facteur d'amélioration de la performance de l'entreprise, tout au moins tant que cette participation reste inférieure ou égale à 10%, selon l'étude de Dondi (1994) sur un échantillon de sociétés cotées au second marché.

- le second courant soutient au contraire que la présence de salariés-actionnaires au conseil facilite l'enracinement des dirigeants au détriment des intérêts des actionnaires externes (Shivdasani, 1993 ; Chaplinsky et Niehaus, 1994 ; Desbrières, 1997 ; Trébucq, 2002). Cet enracinement serait d'autant plus facilité que le degré d'indépendance des salariés actionnaires est faible. En influençant les salariés, à l'aide de promotions, d'augmentations de salaires ou de divers avantages, notamment la stabilité de l'emploi (Stern et Hammer, 1978), les dirigeants peuvent neutraliser leur contrôle de manière à ce que ne soit pas remis en question le niveau des rentes qu'ils obtiennent de la firme, ou à accroître celui-ci. Les contrats implicites conclus entre les dirigeants et les salariés sont plus difficiles à contrôler par les actionnaires et le conseil d'administration. Ces contrats revêtent un caractère informel et ne sont connus que par les parties concernées. Ils peuvent par conséquent servir à entretenir la dépendance des salariés envers les dirigeants par le biais de « récompenses ».

2.4.1 Les raisons de la mise en place d'un actionnariat salarié

Hirigoyen évoque l'existence de deux courants de pensée sur l'AS. D'une part un courant « *humaniste* » qui voit dans cette pratique comme une technique de valorisation de la personne et un instrument d'accomplissement, et d'autre part, un courant « *productiviste* » qui considère l'AS comme un moyen permettant d'améliorer la productivité des entreprises (Hirigoyen, 1997, p. 10). Blasi (1988, p. 6-7), développe ces deux arguments généraux pour aboutir à quatre types de raisons de l'adoption de l'AS :

- l'argument *éthique* suggère que l'AS et la participation des salariés en général, conduisent à une société basée sur la justice, l'égalité, la démocratie et le respect de la personne,
- l'argument *psychologique* est que l'AS implique davantage les salariés vis-à-vis de leur emploi, de leur entreprise et de leur performance au travail,
- l'argument *économique* suggère que les entreprises qui ont un plan d'AS sont plus performantes que celles qui n'ont pas de plan d'AS,
- l'argument *sociologique* enfin, implique que le management et les salariés coopèrent davantage avec l'AS.

2.4.1.1 Les raisons de mise en place d'un actionnariat salarié par les entreprises

Quels sont les objectifs qui incitent les entreprises à mettre en place des plans d'AS ? Diverses raisons de mise en place de l'AS sont évoquées dans la littérature :

Le contrôle du capital : l'actionnariat salarié peut être utilisé par les dirigeants à des fins de protection contre les OPA hostiles. En effet, l'AS permet de créer un noyau dur d'actionnaires stables. A titre d'exemple, lorsque le premier actionnaire ne dispose que de 32% du capital et l'actionnariat salarié que de 1,5 %, ce dernier peut disposer d'un rôle pivot en cas d'OPA, en permettant d'atteindre une minorité de blocage fixée au tiers du capital (Trébucq, 2002). Dans ce cas de figure, l'actionnariat salarié représente un moyen efficace d'échapper à la discipline externe de prises de contrôle hostiles. Ainsi, « les salariés actionnaires, redoutant un éventuel licenciement, sont instrumentalisés à leur insu pour faire échec à d'éventuelles prises de contrôle hostiles » (Trébucq, 2002). Toutefois, l'efficacité de l'AS contre les OPA serait relative puisque les salariés ne s'opposent aux OPA que lorsqu'ils ont confiance en leur direction. Dans le cas contraire, ils peuvent être favorables à l'OPA pour se débarrasser des dirigeants indésirables (Blasi et Kruse, 1991, p. 196-197).

L'autofinancement : la mise en place d'un plan d'AS permet à l'entreprise de renforcer ses fonds propres et de consolider ainsi sa trésorerie. Toutefois, l'étude réalisée par Dondi en

1994 montre que cet objectif est secondaire pour les entreprises françaises. Dondi explique ce phénomène par le fait que dans les grands groupes, les fonds pouvant être levés par l'AS sont négligeables (Dondi, 1994, p. 61).

Les privatisations : les privatisations représentent un catalyseur important de la mise en place de l'AS. En effet, la loi prévoit que 10 % des titres concernés doivent être offerts en priorité aux salariés de l'entreprise, avec un rabais maximum de 20 %.

La réalisation d'économies fiscales : la législation française offre aux entreprises et aux salariés un cadre fiscal favorable. Lorsqu'on considère l'AS comme un élément de rémunération, il est évident qu'un euro octroyé par l'entreprise à travers l'AS, coûte nettement moins qu'un euro de salaire.

Par ailleurs, l'AS peut avoir comme objectif d'associer les salariés aux bénéfices et aux pertes de valeur de l'entreprise. L'accès au statut d'actionnaire permet d'intéresser le salarié à l'activité de son entreprise et de réduire les conflits dans l'entreprise. Il est également considéré comme un moyen d'attirer et de retenir un personnel de qualité (Desbrières, 2002, p. 262). Dans un secteur concurrentiel comme celui des hautes technologies, les entreprises doivent s'aligner sur les normes du secteur en termes d'offre d'AS pour rester compétitives sur le marché d'emploi.

La mise en place de l'AS répond à un ensemble d'objectifs différents selon les entreprises, les raisons pouvant être d'ordre fiscal, financier ou organisationnel.

2.4.1.2 Les intérêts d'un actionnariat salarié pour les salariés

Les études empiriques ont plutôt confirmé que les salariés achètent principalement des actions pour des raisons financières et ont peu d'attente quant à l'exercice du pouvoir et de la prise de décision (Greenberg, 1980 ; Rhodes et Steers, 1981). Les motivations à devenir actionnaire salarié peuvent aussi être liées à la volonté de sauvegarder l'emploi, ce que confirme l'étude de Stern et Hammer (1978).

2.4.2 Le lien entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise

Une des raisons de la mise en place de l'AS est la croyance selon laquelle ce dernier génère une performance supplémentaire pour l'entreprise. Les résultats de nombreuses études portant sur la relation entre l'AS et la performance de l'entreprise sont mitigés, voire contradictoires.

Un certain nombre d'arguments favorables et défavorables ont été avancés pour expliquer cette relation. Certaines recherches montrent que l'actionnariat salarié a une influence positive sur la performance organisationnelle (Vaughan-Whitehead, 1992 ; Jones et Kato, 1995). En effet, l'AS favorise l'implication et la motivation des salariés. Cette implication induirait un effort supérieur des salariés au travail ainsi qu'une baisse de l'absentéisme et du taux de rotation. Dans la théorie d'agence, on parle davantage d'alignement des intérêts des salariés à ceux des autres acteurs de l'entreprise. En l'absence d'information parfaite sur le comportement des salariés, l'employeur prend le risque d'une réduction de leurs efforts par rapport à ce qu'ils pourraient réaliser. Il faut donc mettre en place un système pour s'assurer que les salariés oeuvrent dans le sens de l'intérêt de l'employeur. Une première option pour le principal consiste à embaucher une personne chargée de contrôler les agents. Cette option est coûteuse et il faut s'assurer que le salarié contrôleur ne se comporte pas de la même façon que les agents à contrôler. La participation financière est considérée alors comme une solution à ce problème car elle permet théoriquement d'aligner les intérêts des salariés à ceux de leur employeur (Kruse 1993, p. 23-24). Cet alignement devrait se traduire par une meilleure coopération des salariés entre eux et avec la direction ainsi que par le développement d'un contrôle mutuel entre les salariés. Dans le cadre de l'AS, les salariés intéressés à la performance future de l'entreprise peuvent également être incités à acquérir des compétences nouvelles et à rester plus longtemps dans l'entreprise, ce qui réduit les coûts liés au taux de rotation du personnel (Pérotin et Robinson, 2003, p. 20).

Au contraire, d'autres recherches concluent à des effets négatifs de l'AS. Certains auteurs arguent que l'AS n'a pas de pouvoir incitatif. Par exemple Desbrières (2002) considère que les efforts individuels n'ont que peu voire aucune influence sur le cours de bourse des actions possédées notamment dans les grandes entreprises dans lesquelles il y a de fortes chances que les salariés ne soient pas réellement incités par la possession d'actions (Desbrières, 2002, p. 261).

Les études empiriques sont nombreuses : certains travaux utilisent une variable binaire qui distingue les entreprises selon leur possession ou pas d'un plan d'AS, d'autres étudient l'effet de l'adoption d'un plan d'AS et comparent la performance avant et après la mise en place du plan, et d'autres enfin ont étudié l'effet de l'AS sur la performance selon le pourcentage de capital détenu par les salariés. Blasi, Conte et Kruse (1996) ont revu 27 études sur la relation AS-performance. Ils estiment qu'il est impossible de dégager des conclusions claires et que les résultats sont mitigés.

Le travail de Dondi (1992, p. 62) sur un échantillon composé de 109 entreprises françaises cotées, observées sur la période 1985-1988 révèle que la rentabilité financière augmente au fur et à mesure que la part du capital détenue par l'actionnariat salarié s'accroît. Toutefois, au-delà d'une part de capital de 10% détenue par le personnel de la société, la rentabilité financière a tendance à décroître. Une deuxième étude réalisée par Trébuçq et d'Arcimoles (2002) sur un échantillon de 791 entreprises françaises cotées montre que la performance est supérieure dans les entreprises avec AS. Notons que les auteurs mesurent l'AS par une variable binaire et par le pourcentage de capital détenu par les salariés et la performance par plusieurs indicateurs comptables.

A notre connaissance, aucune étude en France n'a étudié le lien entre les plans d'actionnariat salarié et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées.

Tableau 33 : Actionnariat salarié des sociétés de l'indice SBF 250 en 2005

	N	Moyenne	Écart type	Centiles		
				25	Médiane	75
CAC 40	32	3,46	2,75	1,49	3,20	4,75
SBF 120 hors CAC 40	52	2,41	4,64	,31	1,05	1,88
SBF 250 hors SBF 120	35	2,24	3,09	,41	,98	3,3
SBF 250	119	2,75	3,94	0,42	1,39	3,33

Source : Dardour, Dafsalien, 2006.

Au 31/12/2005, 34,25 % (62 entreprises) des sociétés de l'échantillon n'ont pas mis en place de plan d'actionnariat salarié. Alors que 17,6% (32 entreprises) ont vu la participation de leurs salariés atteindre ou dépasser les 3% du capital social. Dans les grands groupes, les salariés ne détiennent souvent qu'un pourcentage marginal du capital (FAS, 2006, p. 45). Ainsi, sur la période de 2002 à 2005, le pourcentage moyen de l'actionnariat salarié dans les sociétés de l'échantillon de l'étude est inférieur à 3%. Pour les 446 observations disponibles sur les quatre années de l'étude, le pourcentage moyen (médian) s'élève à 2,76% (1,45%), avec un minimum de 0,01% et un maximum de 26% et un écart type de 3,81%. Le tableau 34 montre l'évolution de l'actionnariat salarié des entreprises du SBF 250 entre 2002 et 2005.

Tableau 34 : Actionnariat salarié des sociétés de l'indice SBF 250 - période 2002 à 2005

Année	N	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum
2002	106	2,49%	1,44%	3,14%	0,01%	23%
2003	109	2,93%	1,70%	4,03%	0,01%	26%
2004	114	2,81%	1,5%	3,93%	0,01%	23%
2005	117	2,79%	1,40%	4,05%	0,01%	22,4%
2002-2005	446	2,76%	1,45%	3,81%	0,01%	26%

Source : Dardour, Dafsaliens, 2006.

Certaines entreprises comme Total, ont une capitalisation boursière très importante ce qui rend difficile l'atteinte d'un pourcentage de capital significatif par les actionnaires salariés. A la fin de l'exercice 2005, Aviation Latécoère était tout de même détenu à près de 16% par ses salariés, Essilor International à hauteur de 9% et la Société Générale à 7,40%.

2.5 Le choix du seuil de contrôle

Il est difficile de quantifier le contrôle car il s'agit d'un concept multidimensionnel. Cette notion de « contrôle » se réfère au pouvoir d'influencer de façon durable les décisions courantes et stratégiques de l'entreprise en matière d'exploitation, de financement et d'investissement. Certains auteurs définissent le contrôle comme la détention de la majorité des voix au sein d'une société déterminée, mais la controverse existe quant à l'abaissement de ce seuil sous les 50%. A titre d'exemple, Renneboog (2000), Chapelle et Szafarz (2001) estiment qu'un actionnaire ne contrôle véritablement une société que lorsqu'il possède la majorité des voix en Assemblée Générale. Le seuil de 50% est donc nécessaire. En revanche, La Porta et al. (1999) estiment qu'un seuil de 20% est suffisant pour contrôler une entreprise. En effet, ils calculent la probabilité qu'au seuil de 20% des voix, il n'y ait qu'un seul actionnaire de contrôle par entreprise. Leur étude empirique montre, que dans plus de 70% des cas, le seuil de 20% suffit à isoler un seul actionnaire de contrôle. Selon ces mêmes auteurs le seuil de 10% pourrait s'avérer suffisant pour contrôler une grande société dans les pays comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni ou le Japon. En effet, dans 90% des sociétés anglaises, 80% des sociétés américaines et 50% des sociétés japonaises, aucun actionnaire n'atteint ce niveau de propriété. La plupart des études se basent sur la notion de « blocs de contrôle ». Dans les autres cas, il est possible que des coalitions d'actionnaires minoritaires prennent le contrôle de la société (Zwiebel, 1995 ; Leech, 2002). Une coalition de contrôle représente la concentration d'actions votantes entre les mains de quelques actionnaires. Par exemple, le propriétaire de 15% des voix pourrait s'allier avec d'autres actionnaires minoritaires et contrôler ainsi la société. Dans ce cas, l'actionnaire principal n'agit pas en

toute liberté surtout lorsque le second actionnaire détient plus de 10% des droits de vote (La Porta, Lopez-de Silanes et Schleifer, 1999).

Dans ce travail de recherche, le seuil de 20% de détention du capital par le premier actionnaire « considéré comme celui à partir duquel l'influence notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée »³², a été retenu.

Les entreprises ont été classées en quatre groupes suivant la nature de l'actionnaire de référence : le premier groupe concerne les entreprises contrôlées par une famille ou par un entrepreneur. Une entreprise familiale dont 20% au moins du capital est contrôlé directement ou indirectement par une ou plusieurs personnes physiques appartenant à la même famille est considérée comme une entreprise contrôlée (Charreaux, 1991). Si une entreprise est contrôlée par une holding familiale, nous considérons qu'elle reste contrôlée par la famille et non par une personne morale. Le second groupe est constitué par les entreprises contrôlées par une autre société. Les entreprises contrôlées par l'Etat Français représentent le troisième groupe. Enfin les entreprises dont aucun actionnaire ne détient plus de 20% du capital forment le quatrième groupe : celui des entreprises à capital dispersé. Lorsque nous étudions l'influence de la structure du capital selon le critère dispersion/concentration sur la rémunération des dirigeants d'entreprise, nous regroupons les trois premiers groupes qui, dans ce cas, forment le groupe des entreprises à capital concentré.

Le seuil de 20% conduit à une surestimation de la catégorie des firmes à capital dispersé. Autrement dit, il est possible que dans les très grandes sociétés, le contrôle puisse s'effectuer avec la détention d'un bloc de contrôle inférieur à 20%.

2.6 La structure du capital des sociétés du SBF 250

La base de données Dafsaliens identifie les actionnaires des principales sociétés françaises à partir de 0,01% de participation au capital social. Le tableau 35 illustre la répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises de l'échantillon.

³² Voir, par exemple, l'article 357-1 de la loi du 24 juillet 1966, résultant de la loi n°85-11 du 3 janvier 1985 sur les comptes consolidés : « L'influence notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée lorsqu'une société dispose, directement ou indirectement, d'une fraction au moins égale au cinquième des droits de vote de cette entreprise ».

Tableau 35 : Part du capital des trois premiers actionnaires des sociétés de l'échantillon au 31/12/2005.

	Nombre de sociétés	Moyenne en %	Écart-type en %	Centiles		
				25 en %	Médiane en%	75 en %
% du capital du 1 ^{er} actionnaire	180	35,56	2 3,36	14,07	31,62	53,98
% du capital du 2 ^{ème} actionnaire	174	8,85	6,82	4,36	7,24	12,04
% du capital du 3 ^{ème} actionnaire	157	4,63	3,84	1,79	4,65	5,84

L'analyse de la structure du capital des entreprises françaises à partir d'un échantillon de 181 entreprises cotées au SBF 250 révèle la forte concentration du capital en France. Une seule entreprise n'a pas d'actionnaire identifié. Le premier actionnaire de chaque société détient en moyenne 35,56% du capital. Toutefois, l'écart type est élevé et présume des disparités quant à la position du premier actionnaire dans chaque société. Ainsi, dans un quart des entreprises, le premier actionnaire possède plus de 53,98% du capital.

La part moyenne (médiane) du deuxième propriétaire connu représente 8,85 % (7,24%) du capital. Ce taux est de seulement 4,63% pour le troisième actionnaire identifié. Mais près de 15% des entreprises ne possèdent pas un troisième actionnaire connu.

Lorsque nous fixons le seuil du contrôle au niveau de 10% du capital détenu par le principal actionnaire, nous constatons que la majorité des entreprises de l'échantillon sont contrôlées par le premier actionnaire.

Tableau 36 : Répartition des entreprises selon la structure du capital (concentration/dispersion) sur la période 2002-2005

Contrôle au seuil de 10%	N	Moyenne en % du capital du 1 ^{er} actionnaire
Entreprises à capital concentré	536	39,16%
Entreprises à capital dispersé	121	5,17%
Entreprise à capital dispersé	67	Actionnaire principal non identifié

Source : Dardour A., Dafsalien, 2006.

En résumé, les statistiques descriptives de la structure du capital montrent la forte concentration du capital dans les grandes entreprises françaises. L'étude d'Elisabeth Kremp (1996) analyse la structure du capital des entreprises françaises à partir d'un échantillon de plus de 280 000 entreprises. Elle montre que 72% de ces entreprises étaient possédées par un actionnaire majoritaire. Seules 4% d'entre elles étaient diluées, au sens où le premier

actionnaire ne représentait pas plus de 10% du capital. En résumé, le capitalisme français est fortement concentré entre les mains d'un petit groupe d'actionnaires, à l'exception d'un petit nombre d'entreprise dont l'actionnariat est dilué.

La Porta et al. (1999) ont emprunté la voie d'une explication juridique de ce phénomène. En effet, ils ont fait valoir que le niveau de la protection des droits des actionnaires influe sur la dispersion de l'actionnariat et sur le développement des marchés financiers. Leurs résultats indiquent en outre que le niveau de protection des actionnaires varie entre les familles juridiques, constatant en ce sens un clivage entre les pays de *droit civil* et de *common law*. Ils soulignent que le droit civil s'avère moins protecteur des droits des actionnaires minoritaires, ce qui se traduit par une concentration de l'actionnariat dans les pays appartenant à cette tradition (dont la France) et des marchés financiers moins développés. Inversement, la *common law* offre une meilleure protection aux actionnaires. Par conséquent, les pays de *common law* sont caractérisés par une dispersion de l'actionnariat et des marchés financiers plus développés.

Nous formulons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6 : La concentration (dispersion) du capital de l'entreprise influence négativement (positivement) la rémunération des dirigeants.

2.7 La nature de l'actionnariat

Dans cette étude, nous avons identifié quatre catégories d'actionnaires selon la mesure du contrôle qui est évalué à partir de la détention du capital et non des droits de vote. Les entreprises contrôlées par une famille ou par un entrepreneur, les entreprises contrôlées par une autre société, les entreprises contrôlées par l'Etat Français et les entreprises à capital dispersé (non contrôlées). Nous utilisons une série de quatre variables muettes (les catégories de l'actionnariat de la société i à la fin de l'exercice fiscal t – seuil 20%) qui prennent la valeur 1 si l'entreprise i est classée dans la catégorie d'actionnariat propre à la variable pour l'année t et la valeur 0 si elle n'en fait pas partie.

Tableau 37 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises contrôlées par une famille ou par un entrepreneur en 2005

	Nombre de sociétés	Moyenne en %	Écart-type en %	Centiles		
				25 en %	Médiane en %	75 en %
% du capital du 1 ^{er} actionnaire	61	44,84	20,11	27,41	45,58	60,57
% du capital du 2 ^{ème} actionnaire	47	9,46	6,43	4,75	9	12,52
% du capital du 3 ^{ème} actionnaire	31	6,17	5,06	2,84	5,78	7,49

Tableau 38 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises contrôlées par une autre société en 2005

	Nombre de sociétés	Moyenne en %	Écart-type en %	Centiles		
				25 en %	Médiane en %	75 en %
% du capital du 1 ^{er} actionnaire	60	48,01	20,21	28,95	48,52	63,38
% du capital du 2 ^{ème} actionnaire	46	9,46	7,03	4,93	8,59	12,05
% du capital du 3 ^{ème} actionnaire	33	5	3,38	2,1	5,10	6,86

Tableau 39 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises contrôlées par l'Etat Français en 2005

	Nombre de sociétés	Moyenne en %	Ecart-type en %	Centiles		
				25 en %	Médiane en %	75 en %
% du capital du 1 ^{er} actionnaire	12	38,46	24,86	22,30	31,06	41,88
% du capital du 2 ^{ème} actionnaire	11	14,6	9,51	7,3	15	19,1
% du capital du 3 ^{ème} actionnaire	9	4,86	4,48	1,72	3,1	7,82

Tableau 40 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises à capital dispersé

	Nombre de sociétés	Moyenne en %	Ecart-type en %	Centiles		
				25 en %	Médiane en %	75 en %
% du capital du 1 ^{er} actionnaire	33	9,30	3,82	6,72	9	11,06
% du capital du 2 ^{ème} actionnaire	25	7,18	3,93	4,41	6,5	8,89
% du capital du 3 ^{ème} actionnaire	21	4,58	2,52	2,1	4,71	5,85

Nous étudions l'influence de la nature de l'actionnariat de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants. L'hypothèse suivante peut être formulée.

Hypothèse 7 : La nature de l'actionnariat de l'entreprise influence la rémunération des dirigeants.

3. Conclusion

Ce chapitre a permis de présenter le cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise. Nous avons passé en revue l'approche actionnariale orientée vers la création de valeur pour l'actionnaire et l'approche partenariale guidée par la création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes de la firme. Le modèle français de gouvernance est qualifié d'hybride et semble combiner ces deux approches. Il met l'accent sur la notion « d'intérêt social » de la personne morale. De plus, le capitalisme français se distingue par deux spécificités nationales : la prédominance des entreprises familiales et le rôle important de l'Etat français dans la sphère économique. L'Etat français continue à détenir des participations des le capital de plusieurs entreprises privatisées dans les années 1980 et exerce un pouvoir d'influence par le biais de la formation des dirigeants dans les grandes écoles de l'Etat.

Depuis la promulgation de la loi NRE en mai 2001, un débat sur la légitimité de la rémunération des dirigeants s'est ouvert. Dans le cadre de ce débat, nous avons cherché à tracer les évolutions des caractéristiques des conseils d'administration des grandes sociétés françaises. Ainsi, nous avons pu montrer que la taille des conseils des sociétés du SBF 250 est en moyenne de 11,5 administrateurs. Néanmoins la taille du conseil croît avec la taille de l'entreprise. Le nombre des administrateurs des sociétés du CAC 40 s'élève en moyenne à 15. Cette moyenne est plus importante lorsque nous considérons la base de données Dafsaliens qui surestime le nombre d'administrateurs de certains conseils puisqu'elle considère les directeurs généraux délégués comme membres du conseil même quand ils n'ont pas le statut juridique de mandataire. Pour les besoins de notre étude, nous avons retenu cette base de données et nous avons pu vérifier que nos résultats concernant le réseau des liens inter-conseils sont faiblement affectés. Nous avons également observé la structure des conseils des sociétés du SBF 250. Il ressort une bonne représentation de la structure de séparation des

fonctions de contrôle et de direction qui concerne près de 28% des conseils. Ce pourcentage s'améliore lorsque nous rajoutons les conseils monistes qui ont choisi de scinder les fonctions de Président du conseil et de directeur général. En effet, il atteint 42% de l'ensemble des sociétés du SBF 250. Le taux de la structure de conseil moniste avec séparation des fonctions est en constante progression depuis son autorisation par la loi NRE (2001). Il est passé de 3,3% en 2002 à 11,6% en 2005, ce qui se traduit par un net recul de la structure classique du conseil d'administration (PDG). Concernant la composition du conseil, nous avons vu que la proportion des administrateurs indépendants est plus importante dans les entreprises de grande taille. Enfin, la structure et la nature de l'actionnariat des entreprises du SBF 250 ont été analysées. Nous avons pu constater que la part du capital moyenne détenue par le premier actionnaire dépasse le tiers du capital et la part des actionnaires salariés dans le capital dépasse rarement les 3%. Toutefois, l'information sur la part du capital détenue par le principal dirigeant est souvent indisponible dans les rapports annuels et dans la base de données Dafsaliens (seulement 193 observations ont pu être identifiées). Enfin, nous constatons, la forte présence des investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés du SBF 250 et plus particulièrement dans les sociétés du CAC 40.

CHAPITRE 3 : LA PERFORMANCE DE LA FIRME ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE

Le terme de rémunération provient du latin « *remuneratio* »³³ et s'entend, au sens strict, par la contrepartie du travail ou de la disponibilité du travailleur ; fixe ou variable ; calculée en temps ou en rendement ; fixée en argent ou en nature. Économiquement, la rémunération est définie comme la contrepartie monétaire ou non monétaire d'un travail effectué. Elle est déterminée par le marché. Socialement, la rémunération est une récompense, un partage des résultats de l'entreprise. Elle doit refléter les préoccupations de justice sociale et d'équité. Toutefois, la relation entre les dirigeants et leur entreprise diffère largement de celle des autres salariés de sorte que les théories du salaire basées sur le fonctionnement du marché du travail n'ont qu'une portée explicative limitée dans ce cadre³⁴. Alcouffe C. (2004) détermine trois éléments qui caractérisent la relation entre le dirigeant et son entreprise : l'autonomie du dirigeant dans ses fonctions, sa loyauté envers l'entreprise et l'organisation hiérarchique de l'entreprise.

L'histoire moderne de la recherche sur la rémunération des dirigeants commence à partir des années 1990. Les premières recherches ont ciblé l'étude de la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance de l'entreprise (Coughlan et Schmidt, 1985 ; Murphy, 1985, 1986 ; Jensen et Murphy, 1990).

1. La relation entre la performance et la rémunération des dirigeants

Les recherches théoriques notent qu'une politique de rémunération efficace peut amener à l'amélioration de la performance de la firme (Barkema et Gomez-Mejia, 1998 ; Jensen et Murphy, 1990 ; Murphy, 1999). De plus, la mise en place d'une structure de rémunération efficace doit inciter les dirigeants à prendre des actions spécifiques conformes aux attentes des actionnaires (Finkelstein et Boyd, 1998). Ces actions spécifiques se manifestent par le

³³ « *Remuneratio* » provient de *munus, muneris* : le présent, la récompense.

³⁴ ALCOUFFE C. (2004), « La rémunération des dirigeants en France, fondements et pratiques », Note de LIRHE n°399.

changement des dimensions de la stratégie de l'entreprise. En effet, le dirigeant peut s'engager à investir davantage dans la recherche et développement (Carpenter, 2000), à réaliser des opérations de fusion (Sanders, 2001), à vendre certains actifs de la société, etc. La recherche de Tosi, Werner, Katz et Gomez-Mejia (1998) a montré que la mise en place de contrats de rémunération incitatifs est plus efficace que le contrôle direct pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

1.1 La sensibilité de la rémunération à la création de la valeur actionnariale

Jensen et Murphy (1990) s'intéressent spécifiquement à la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la variation de la richesse actionnariale³⁵. Leur échantillon était composé de 1668 CEO pour la période allant de 1974 à 1986. Leur modèle se présente comme suit :

$$\Delta(\text{Ceo Salary + Bonus})_{it} = \alpha + \beta \Delta(\text{Shareholder Wealth})_{it} + \varepsilon_{it}$$

Où β représente le niveau de la sensibilité de la rémunération à une variation de la performance de l'entreprise, qui est mesurée par la variation de la valeur actionnariale. Ainsi, plus la valeur de β est élevée, plus on pourra conclure à un alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

Dans ce modèle, la rémunération globale est constituée de la rémunération fixe et du bonus annuel. La variation de la richesse actionnariale est définie comme suit :

$$\Delta(\text{Shareholder Wealth})_{it} = r_t * V_{t-1}$$

Avec : r , le taux déflaté de retour sur investissement des actionnaires l'année t et V la valeur de l'entreprise à la fin de l'année précédente.

Les auteurs démontrent que la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance de la société est positive, mais que la significativité du coefficient β est relativement faible. En effet, une variation de la richesse des actionnaires de l'ordre de 1000\$ n'augmente la rémunération globale du dirigeant que de 3,25\$, ce qui est très peu incitatif selon les auteurs. Cette sensibilité varie selon la taille de l'entreprise et le secteur d'activité. Dans les plus grandes entreprises, elle est de l'ordre de 1,85\$ contre 8,05\$ dans les plus petites. De plus, le dirigeant d'une entreprise qui réalise une rentabilité de 20% ne perçoit que 1% de plus qu'un dirigeant d'une firme dont la rentabilité est de 10%. Les auteurs expliquent ce phénomène par le fait que les conseils d'administration ont à leur disposition suffisamment d'informations sur

³⁵ La mesure de la performance retenue ici est représentée par la variation relative et la variation en valeur de la capitalisation boursière.

l'activité de l'entreprise et les actions mises en œuvre par le dirigeant pour le garder sous contrôle. Dans un tel schéma, une rémunération très incitative est inutile. De plus, il existe également une forme de rémunération non pécuniaire qui permet d'inciter le dirigeant à la performance. En effet, le pouvoir, le prestige, l'honneur et la réputation incitent le dirigeant à réussir pour valoriser son capital humain et social.

Jensen et Murphy (1990) n'ont pas pris en compte la valeur des stock-options et d'actions attribuées au CEO dans leur calcul de la sensibilité entre la rémunération et la performance boursière. Leur méthodologie a été remise en question par Hall et Liebman (1998). En effet, ces derniers ont introduit dans leur modèle la valeur des stock-options et d'actions détenues par le dirigeant. Les résultats obtenus dans le cadre de cette étude font apparaître que la sensibilité de la rémunération à la performance a augmenté par rapport aux résultats trouvés par Jensen et Murphy (1990). Ainsi, la richesse du dirigeant augmente de 25,11\$ pour une variation de 1000\$ de la valeur créée pour les actionnaires. Toutefois, ils constatent une faible sensibilité de la rémunération fixe et du bonus annuel par rapport aux fluctuations du cours de l'action (performance boursière) alors que la part de la rémunération composée de stock-options et d'actions est très sensible à ces mêmes fluctuations : pour 1% d'augmentation de la valeur pour les actionnaires, la part variable de la rémunération augmente de 43\$. Ils concluent que contrairement aux résultats de Jensen et Murphy (1990), Gibbons et Murphy (1992) et Yermack (1995), les dirigeants américains ne sont pas rémunérés comme des « bureaucrates », mais plutôt en fonction de la performance des firmes qu'ils dirigent. Ainsi, Hall et Liebman (1998) montrent que l'essor des stock-options et la détention d'actions dans les années 1990 est à l'origine d'une meilleure corrélation entre rémunération et performance. En effet, l'élasticité de la rémunération en espèces est de l'ordre de 0,22. Ceci signifie qu'une augmentation de la valeur actionnariale de 10% a pour impact d'augmenter la rémunération fixe et le bonus du dirigeant de l'ordre de 2,2% alors que l'impact est 50 fois plus important sur le montant des actions et des stock-options. Jensen et Murphy (1990) ont basé leur analyse statistique sur une période qui précède l'essor des stock-options observé dans les années 1980 et 1990. Ces auteurs avancent l'argument de la faible détention d'actions et de stock-options par les dirigeants pour justifier leur choix de les exclure, dans leur calcul, de la rémunération globale. Cet argument est remis en cause par Hall et Liebman (1998) qui soulignent que la variation des cours de l'action d'une grande société peut avoir un impact conséquent sur la rémunération du dirigeant malgré la faible participation de ce dernier dans le capital de sa société. Ils ajoutent que la part des dirigeants dans l'actionnariat de leur entreprise est restée constante, voire a légèrement baissée sur la période 1980-1994. Mais, la bonne performance

du marché boursier sur cette même période a favorisé la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de leur entreprise.

Dans le contexte britannique, Conyon (1997) a réalisé une étude empirique sur un échantillon de 213 entreprises entre 1988 et 1993. Le modèle retenu par Conyon se présente comme suit :

$$\Delta \text{Ln}(\text{COMP})_t = \alpha + \beta_1 \Delta \text{Ln}(\text{COMP})_{t-1} + \beta_2 (\text{Stock market performance})_t + \beta_3 \Delta (\text{Size})_t + \beta_4 (\text{relative performance}) + \beta_5 \Delta (\text{Governance}) + \psi_t + \varepsilon_t$$

La variable dépendante est la variation de la rémunération globale du dirigeant mesurée par $\text{Ln}(\text{COMP})_t - \text{Ln}(\text{COMP})_{t-1}$. La variable COMP représente la somme du salaire fixe et des bonus attribués au dirigeant. L'auteur n'a pas pu intégrer les stock-options ni la valeur des actions détenues par les dirigeants en raison de manque de transparence des entreprises à ce sujet au moment de l'étude. Ce modèle suppose que la variation de rémunération de l'année t est déterminée en partie par celle qui a été constatée l'année précédente. Cette variable dite de retard (Main, 1992) est utilisée pour estimer l'effet des éléments récurrents sur l'évolution de la rémunération d'une année sur l'autre. Le coefficient β_1 donne une estimation du degré de récurrence de la rémunération.

La variable taille de l'entreprise est mesurée par la variation du chiffre d'affaires, soit la formule suivante :

$$\beta_3 (\text{SIZE})_t = \text{Ln}(\text{Sales})_t - \text{Ln}(\text{Sales})_{t-1}$$

Dans ce modèle l'auteur intègre une variable de mesure de la performance boursière relative. Ainsi que la moyenne de la variable rendement des actionnaires selon le secteur d'activité.

Concernant les variables de gouvernance, Conyon a retenu deux variables binaires :

- présence ou absence d'un comité des rémunérations
- séparation des fonctions de chairman et du CEO

Les résultats des régressions du modèle de Conyon sont les suivants :

La variation de la rémunération constatée en t est déterminée en partie par le TSR (rendement pour l'actionnaire) de l'année t, mais cette variation est dotée d'un signe négatif. La variable de performance relative n'est pas significative et rejette l'hypothèse d'une influence positive de la performance relative sur la rémunération des dirigeants.

Le coefficient β_1 est positif et significatif (0,33). Ceci montre que la variation de la rémunération constatée en t est bien liée à la variation de la rémunération constatée l'année

précédente. La taille de l'entreprise est liée positivement à la variation de la rémunération du dirigeant.

En ce qui concerne les variables de gouvernance d'entreprise, l'étude révèle que les entreprises qui ont introduit un comité des rémunérations entre 1988 et 1993 présentent des taux de croissance de la rémunération de leurs dirigeants plus faibles. En effet, le taux de croissance est 2,6 point inférieur par rapport aux entreprises qui n'ont pas mis en place un comité des rémunérations. Enfin, la variable relative à la séparation des fonctions de contrôle et de décision n'a pas d'effet significatif sur la variation de la rémunération du CEO.

Dans le contexte français, Albouy (2004) s'est intéressé à la relation entre la performance boursière de l'entreprise et la rémunération en espèces de ses dirigeants. L'auteur a observé un échantillon de 38 entreprises du CAC 40. Il montre l'absence d'une relation statistique significative entre le niveau de la rémunération versée (ainsi que la variation de la rémunération) et la performance boursière, qu'elle soit à court terme (1,4 an) ou à long terme (5 ans).

Dans le contexte canadien, l'étude de Zhou (2000) montre que la sensibilité de la rémunération en espèces du dirigeant à la performance de l'entreprise est de l'ordre de 0,0001 et lorsque les attributions d'actions et d'options sont ajoutées, la sensibilité totale s'élève à 0,00562. Autrement dit, la richesse du dirigeant canadien augmente de 5,62\$ pour une variation de 1000\$ de la valeur créée pour les actionnaires.

- Stock-options et performance de l'entreprise

Cormier, Magnan et Fall (1999) cherchent à évaluer d'une part, si l'octroi d'options d'achat d'actions est influencé par la performance financière et si d'autre part, l'ampleur de l'octroi d'options peut avoir une incidence sur la performance financière future. Cette étude est réalisée sur un échantillon de 78 entreprises canadiennes appartenant à l'indice TSE 300 de la bourse de Toronto au 31 décembre 1996. Les résultats montrent que l'octroi d'options est conditionné par la performance financière d'une société. Les auteurs montrent également que l'ampleur des stock-options attribuées influence la performance financière de la société dans l'année qui suit l'octroi. Cet effet disparaît, néanmoins, deux ans après l'octroi.

Dans une étude récente, Hillegeist et Penalva (2004) analysent l'impact des stock-options sur la performance de la société sur la période allant de 1996 à 1999. Les entreprises composant leur échantillon sont celles incluses dans le S&P 500, le Midcap 400 et le S&P Smallcap 600 à la fin de l'année 1999. Les tests sont réalisés séparément pour les cinq principaux dirigeants

et pour le reste des salariés. Les auteurs montrent que les sociétés ayant des plans d'options avec des mécanismes d'incitation élevés enregistrent des niveaux de performance plus élevés (la performance est mesurée par le rendement boursier, la rentabilité des actifs (ROA) et le Q de Tobin³⁶).

Par ailleurs, certains auteurs montrent que les plans de stock-options n'ont pas d'effet positif sur la performance de la firme. Defusco, Johnson et Zorn (1991) examinent trois variables qui semblent avoir changé suite à l'adoption de plans de stock-options. Ces variables sont : la performance financière, mesurée par le ratio ROA ainsi que sa variance, la politique financière, c'est-à-dire la politique de dividendes et la structure du capital ainsi que la politique d'investissement appréhendée par l'investissement en R&D et en publicité. Les auteurs trouvent que les rendements anormaux cumulés baissent, pour deux tiers des sociétés de l'échantillon, à la suite de l'adoption de plan d'options.

Dans le contexte français, l'étude de Poulain-Rehm (2000) s'intéresse à la contribution des stock-options à la création de la valeur de la société. L'auteur utilise deux indicateurs : le ratio de Marris (capitalisation boursière/capitaux propres comptables) et la « *Market Value Added* » (MVA). Il conclut que les stock-options n'ont aucun impact positif sur la création de la valeur anticipée à moyen et long terme.

1.2 La performance relative et la rémunération des dirigeants

La variation de la performance de l'entreprise peut ne pas dépendre des efforts et du contrôle des dirigeants. D'autres facteurs aléatoires observables ou non par les actionnaires peuvent influencer tant positivement que négativement la performance de la société et donc le niveau de la rémunération. Par exemple, dans une société pétrolière, le prix du baril brut est un facteur aléatoire observable. Les dirigeants des sociétés pétrolières peuvent recevoir une rémunération liée au facteur « chance » qui provient des mouvements du prix du pétrole. Bebchuk, Fried et Walker (2002) ont étudié la variation des composantes discrétionnaires de la rémunération (fixe et variable hors stock-options) des dirigeants du secteur pétrolier. Leurs résultats révèlent que l'augmentation de 1% de la richesse des actionnaires grâce au facteur chance du mouvement des prix mène à une augmentation de 0,35% de la rémunération du

³⁶ Le Q de Tobin désigne la valeur marchande d'une firme rapportée au stock de capital au coût de remplacement (Tobin, 1969). Lorsque ce ratio dépasse l'unité, cela indique qu'il est profitable d'acquérir du capital fixe supplémentaire.

dirigeant. Les auteurs affirment que les stock-options sont automatiquement liées au facteur chance. C'est la raison pour laquelle elles sont exclues de leur analyse.

Par ailleurs, Bebchuk, Fried et Walker (2002) étudient l'influence de certains mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la rémunération des dirigeants. Ils remarquent que la présence d'un actionnaire de référence supplémentaire dans le conseil d'administration réduit la rémunération de la chance de manière significative (de 23 à 33% environ). Les auteurs arguent que la taille du conseil n'a pas d'influence significative sur la rémunération des dirigeants. En effet, en cas de nomination de dix membres supplémentaires dans le conseil, la rémunération à la performance baisse de 2%.

Si la rémunération est affectée par les aléas externes à l'entreprise, le dirigeant pourrait réagir négativement et causer des pertes d'opportunités plus sensibles à ses actionnaires en optant, par exemple, pour des investissements peu ou pas risqués et donc peu rentables. Le recours à la performance relative permet de « filtrer » ce qui relève des aléas communs à tous les dirigeants (risque systématique lié au marché) et ce qui relève de la performance pure (risque spécifique lié aux actions du dirigeant). Abowd et Kaplan (1999) proposent d'indexer l'attribution des stock-options sur la performance du secteur pour remédier aux attributions non justifiées.

Antle et Smith (1986) ont testé l'effet incitatif de la performance relative sur la rémunération des dirigeants. Leur modèle se présente de la façon suivante :

$$\text{Ln}(\text{rémunération})_{it} = \alpha + \beta(\text{performance})_{it} + \gamma(\text{profitabilité relative})_{it} + \varepsilon_{it}$$

Gibbons et Murphy (1992) ont testé empiriquement ce modèle. Leurs résultats révèlent que la rémunération des dirigeants est corrélée positivement avec la performance de l'entreprise et négativement avec sa performance relative aux autres firmes du même secteur d'activité.

1.3 La rémunération de la chance

D'après Bertrand et Mullainathan (2001) les dirigeants considèrent les stock options comme un « bon » moyen de se rémunérer largement sans trop affecter le résultat de la société et sans trop attirer l'attention. Ils proposent de tester empiriquement les deux conceptions concurrentes de la rémunération des CEO à savoir :

- La « *contracting view* » qui s'inscrit dans le cadre des modèles principal-agent : parce que les CEO ne possèdent souvent que peu d'actions de la firme qu'ils dirigent, les actionnaires affrontent un problème classique d'aléa moral. Les CEO ne maximisent pas

nécessairement la valeur de la firme. La rémunération permet de résoudre ce problème d'aléa moral.

- La « *skimming view* » (Crystal, 1991) qui considère la rémunération comme un résultat du problème d'agence conséquence de la séparation entre la propriété et la direction : les CEO ont réussi à capturer le processus de rémunération de telle sorte qu'ils décident eux-mêmes de leur propre rémunération.

Les auteurs examinent dans quelle mesure la rémunération des CEO répond à la « chance ». Ils vont donc au-delà d'une simple régression de la rémunération sur la performance, tenant pleinement compte du fait que la performance de l'entreprise n'est pas le fruit des seules actions des dirigeants et qu'il n'y a aucune raison de les rémunérer pour un choc positif sur le secteur ou sur l'ensemble de l'économie et décident de mesurer la « rémunération de la chance ».

Dans le cadre de la théorie de l'agence, la littérature estime une équation de type :

$$y_{it} = \beta * perf_{it} + y_i + \chi_t + \alpha_x + X_{it} + \varepsilon_{it}, (1)$$

Avec :

y_{it} la rémunération globale du CEO de l'entreprise i en t

y_i les effets fixes firme

χ_t les effets fixes temps

X_{it} des variables spécifiques à la firme et au CEO comme l'ancienneté du dirigeant et la taille de l'entreprise.

$perf_{it}$ une mesure de la performance de l'entreprise.

Le coefficient β mesure la force de la relation entre rémunération et performance. Pour estimer la sensibilité de la rémunération à la performance les auteurs suivent la littérature et estiment l'équation (1) avec un modèle Moindres Carrés Ordinaires (MCO). Ils estiment ensuite la sensibilité de la rémunération à la chance en utilisant une procédure en deux temps. Dans un premier temps, ils prédisent la performance en fonction de la chance, ce qui isole les variations de la performance qui sont dues à la chance. Dans un second temps, ils estiment la sensibilité de la rémunération à ces estimations de variations de la performance. Cette procédure en deux temps est en fait une estimation par Variables Instrumentales (VI) dans laquelle la variable chance est l'instrument pour la performance.

Soit o_{it} la chance, la première équation qu'ils estiment est donc :

$$Perf_{it} = b * o_{it} + g_i + c_t + a_x * X_{it} + e_{it}, \quad (2)$$

Où o_{it} est une mesure de la chance (prix du pétrole par exemple). A partir de cette équation, les auteurs prédisent la performance de l'entreprise en utilisant uniquement l'information sur la chance. La valeur prédite est appelée $p\hat{e}rf_{it}$. Ensuite, les auteurs observent la manière dont la rémunération du CEO réagit à ces changements prédictibles de la performance en raison du facteur chance. La seconde équation est :

$$Perf_{it} = \beta_{chance} * p\hat{e}rf_{it} + y_i + x_t + \alpha_x * X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (3)$$

Le coefficient estimé β_{chance} mesure la sensibilité de la rémunération à des variations de la performance dues à la chance. Comme de telles variations devraient être filtrées, la théorie de l'agence prédit que β devrait être égal à 0.

Les auteurs utilisent trois mesures pour appréhender le facteur « chance » :

Tout d'abord, ils étudient le cas du secteur pétrolier. Le prix du pétrole brut a en effet beaucoup fluctué ces 25 dernières années et ces fluctuations ont conduit à de fortes variations des profits des entreprises de ce secteur d'activité. Ces variations de prix sont en outre indépendantes de l'effort du CEO. En effet, la forte baisse du prix du pétrole brut à la fin de 1985 a résulté de la décision de l'Arabie Saoudite de réformer sa politique pétrolière et d'accroître sa production. De même, l'augmentation du prix du baril de pétrole entre 1979 et 1981 est attribuée à un changement de politique interne de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP).

Il ressort les résultats suivants :

Performance financière : l'équation (1) montre que lorsque la performance générale augmente d'un point, la rémunération du dirigeant augmente de 0,82%. Dans l'équation (2), la sensibilité de la rémunération à la performance à la chance (variable instrumentale log du prix du pétrole), le coefficient β_{chance} s'élève à 0,025 (1 point de performance implique une augmentation de 2,5% de la rémunération).

Performance boursière : dans l'équation (1), lorsque la richesse de l'actionnaire augmente de 1 % la rémunération du CEO augmente de 0,38%. Dans l'équation (2) (performance à la chance), le coefficient β_{chance} s'élève à 0,35.

Bertrand et Mullainathan (2001) examinent les facteurs de chance qui affectent un ensemble plus large d'entreprises. Ils mettent l'accent sur deux mesures de la chance plus générales : les mouvements des taux de change et la performance moyenne du secteur d'activité. En influant sur la pénétration des importations et donc sur la concurrence mondiale, les mouvements du taux de change peuvent fortement affecter la rentabilité d'une entreprise. Les mouvements de la performance moyenne du secteur sont aussi un *proxy* de la chance dans la mesure où un CEO n'influence pas la performance du reste du secteur d'activité. Ils concluent qu'il y a une rémunération substantielle de la chance.

D'autres régressions, qui intègrent une variable de gouvernement d'entreprise (présence d'actionnaires importants, ancienneté du dirigeant, présence d'administrateurs internes, etc.) se présentent comme suit :

$$y_{it} = \beta * perf_{it} + \theta * (Gov_{it} * perf_{it}) + y_i + x_t + \alpha_x * X_{it} + \alpha_g * Gov_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (4)$$

où Gov_{it} est une variable de la gouvernance. Cette spécification permet à la sensibilité de la rémunération à la performance d'être une fonction de la variable de gouvernance.

$\frac{\partial y_{it}}{\partial perf_{it}} = \beta + \theta * Gov_{it}$. Une valeur positive du coefficient θ impliquerait que les entreprises mieux gouvernées proposent davantage de rémunération à la performance. Les auteurs estiment l'effet de la gouvernance sur la rémunération pour la performance générale $\hat{\theta}$ et une estimation de l'effet de la gouvernance pour la chance sur $\hat{\theta}_{chance}$.

Les résultats montrent que la rémunération de la chance est moins importante dans les sociétés où le CEO est soumis à un certain contrôle.

Leur second test s'intéresse à l'attribution des stock-options. La théorie de l'agence prédit que l'attribution d'options devrait conduire à un ajustement à la baisse des autres composantes de la rémunération du dirigeant de façon à le laisser indifférent. Tandis que l'approche « *skimming view* » met en avant le fait qu'étant donné le traitement comptable des options, elles sont un *bon* moyen de se rémunérer largement sans affecter le résultat de l'entreprise et sans qu'il soit nécessaire de répercuter leur attribution sur les autres composantes de la rémunération.

Le papier établit donc trois résultats principaux :

1. La rémunération des CEO montre en moyenne une rémunération de la chance significative.

2. Les firmes mieux gouvernées rémunèrent moins la chance. A titre d'exemple la présence d'un actionnaire important dans le conseil permet de réduire la rémunération pour la chance de 23% à 33%, ce qui suggère qu'il est possible de filtrer le facteur chance.

3. Les CEO des entreprises bien gouvernées voient les autres composantes de leur rémunération baisser davantage suite à l'attribution d'options.

Les résultats valident l'approche « *skimming view* » particulièrement lorsque les entreprises sont mal gouvernées. Les auteurs insistent néanmoins sur le fait qu'ils valident également l'approche « *contracting view* » puisque les firmes bien gouvernées parviennent à filtrer une partie de la chance dans la performance.

1.4 La mesure de la performance de l'entreprise

La notion de performance est employée dans un sens positif, faisant état des succès obtenus après la production d'un effort ou la réalisation d'une action quelconque. La performance est donc le résultat d'une action. L'acteur de cette action souhaite souvent mesurer cette performance. Le souhait de mesurer la performance ne signifie pas pour autant que cela soit possible, et que cette mesure, si elle existe, soit juste. La première difficulté inhérente à la performance est donc liée à son appréciation ou à sa mesure. Quel est le niveau du résultat à atteindre pour qualifier cette performance de satisfaisante, bonne ou mauvaise ? À chaque type de performance sera ensuite rattaché un certain nombre de mode de mesures. Les critères de performance représentent les paramètres qui permettent le calcul des modes de mesure de la performance. La question qui se pose ici est de savoir si ces critères sont pertinents.

Lorsque les mesures de la performance sont calculées, il est nécessaire d'être en mesure de les interpréter. Cette question de l'interprétation des valeurs de la performance introduit la notion de comparaison. La comparaison s'effectue sur la base du résultat réalisé par une entreprise ou par rapport à la moyenne du résultat obtenu sur un groupe de sociétés représentatives. Il est également possible de réaliser des comparaisons temporelles. Par exemple, il est possible de comparer la performance boursière obtenue par l'entreprise à l'instant t par rapport à cette même mesure en $t-1$. Dès lors, les acteurs seront en mesure de juger de la qualité d'une performance : bonne, moyenne, mauvaise, meilleure, etc.

Nous nous intéressons plus particulièrement à deux catégories de mesure de la performance de l'entreprise : la performance boursière et la performance financière.

1.4.1 La performance boursière

Parmi les mesures de la performance boursière nous trouvons :

- Le Total Shareholder Return (TSR). Cet indicateur constitue une mesure synthétique de la valeur créée pour l'actionnaire. Il exprime ce qu'a rapporté en plus value et en dividendes un titre acquis au début de sa période de calcul. Il est égal au rapport (ou à la moyenne géométrique annualisée des rapports) entre, d'une part, le cours ajusté à la fin de l'année (ou de la période) majoré du dividende distribué et, d'autre part, le cours ajusté à la fin de l'année précédente (ou à la fin de la période pluriannuelle précédente). Comme le TSR est exprimé en pourcentage, il peut facilement être comparé d'une entreprise à l'autre, et être comparé aux rendements de l'industrie ou du marché, sans devoir s'inquiéter d'une polarisation concernant la taille.

$$\text{TSR} = \frac{\text{cours de bourse final} - \text{cours de bourse de départ} + \text{dividendes versées sur la période}}{\text{cours de bourse de départ}}$$

- Le ratio de Marris : Il s'évalue en rapportant la capitalisation boursière à la valeur comptable des capitaux propres (en anglais *Market to book value* - MTBV). Ce ratio est un indicateur reflétant les opportunités de croissance. Quand ce ratio est supérieur à 1, l'entreprise crée de la valeur, dans le cas contraire, elle en détruit. Ce ratio tient compte du risque car, en s'appuyant sur les valeurs de marché, il procède implicitement à une actualisation des flux futurs, qui est censée se faire au taux de rentabilité requis par les différentes catégories d'investisseurs financiers, en fonction du risque.

Gaver et Gaver (1993) et Yermack (1995) utilisent cette mesure pour appréhender les opportunités de croissance de la firme.

1.4.2 La performance financière de l'entreprise

Ces indicateurs, basés sur des données comptables et financières, ne peuvent être calculés qu'à partir de chiffres communiqués par l'entreprise. Le principe commun à ces indicateurs internes de création de valeur consiste à ramener un solde de gestion retraité et estimé pertinent aux capitaux investis et engagés. Dans un deuxième temps, on compare ce chiffre au coût moyen pondéré du capital ou au coût des fonds propres. Dans cette recherche nous avons ciblé les indicateurs suivants :

- La rentabilité des actifs : est mesurée par le ratio ROA de l'anglais « *Return On Assets* » qui correspond au résultat net divisé par le total des actifs de l'entreprise. Il est exprimé en pourcentage. Le total des actifs regroupe les capitaux propres plus tous les emprunts. Il mesure donc le résultat de l'entreprise par rapport à l'ensemble de ses investissements. Ce ratio est utile pour comparer la rentabilité des actifs des entreprises d'un même secteur d'activité. Il permet également de mesurer la rentabilité d'une entreprise sur une base absolue. Les sociétés à fort ROA peuvent se développer plus rapidement que les sociétés à faible ROA sans emprunter ou vendre des parts additionnelles pour réunir le capital.

- Le rendement des capitaux propres : est mesuré par le ratio ROE de l'anglais « *Return On Equity* » qui correspond au résultat net divisé par la valeur comptable des capitaux propres. Il est exprimé en pourcentage. Les capitaux propres représentent les apports des actionnaires à la constitution de la société ou ultérieurement, ou laissés à la disposition de la société en tant que bénéfices non distribués sous forme de dividendes. Cet indicateur de profit est pertinent du point de vue particulier des actionnaires puisqu'une partie du capital investi peut être obtenue par recours à l'endettement. Cette mesure a fait l'objet de plusieurs critiques inhérentes aux mesures comptables de performance. En effet, cette mesure ne permet pas d'intégrer la valeur des éléments intangibles. D'autre part, le ROE ne tient pas compte du risque de l'actionnaire alors que cet élément est fondamental dans l'évaluation de tout rendement.

La performance de l'entreprise peut être appréciée par l'ensemble de ces ratios. Mais, ces ratios présentent des limites et aucun d'eux ne permet d'appréhender en un seul calcul la performance de l'entreprise. Les études sur la rémunération des dirigeants utilisent plusieurs ratios de mesure de la performance comme le ROA et le TSR (Barro et Barro, 1990 ; Janakiraman, Lambert et Larcker, 1992 ; Keats, 1990 ; Lubatkin et Shrieves, 1986 ; Sloan, 1993).

D'après les travaux du comité d'éthique du MEDEF en 2003, la rémunération des dirigeants doit refléter un certain niveau de performance. Ce comité ne précise pas s'il s'agit de la performance individuelle du dirigeant ou de l'entreprise dans sa globalité. La lecture des rapports annuels des sociétés françaises cotées montre que le conseil d'administration utilise souvent des critères relatifs à la performance collective de l'entreprise pour apprécier la performance du dirigeant. Même si certaines entreprises font parfois état d'utilisation de critères de performance individuelle pour fixer une part, souvent minoritaire, de la

rémunération du dirigeant. En se basant sur la théorie de l'agence et sur les apports des études empiriques développées ci-dessus, l'hypothèse suivante est formulée comme suit :

Hypothèse 8 : La rémunération des dirigeants est positivement liée aux mesures de la performance financière et boursière de la firme.

1.5 Le lien entre le risque de l'entreprise et la rémunération des dirigeants

La théorie de l'agence prédit l'existence d'une relation entre le niveau de risque assumé par le dirigeant et son mode de rémunération. La sensibilité de la rémunération à la performance devrait être plus importante quand le risque augmente (Holmström et Milgrom, 1987).

Deux méthodes sont généralement retenues pour appréhender le risque :

- La première méthode se base sur le modèle du marché. Les financiers distinguent traditionnellement deux types de risque liés à un titre : le risque systématique (Bêta), d'une part, qui traduit sa sensibilité à l'évolution générale du marché, et le risque spécifique, d'autre part, qui est lié au comportement de la firme. La théorie financière ne s'intéresse, le plus souvent, qu'au risque systématique, le risque spécifique pouvant être facilement annulé par une diversification de portefeuille de placements. Ce risque a été développé et adopté surtout par Flannery et James (1984) et Anderson et Fraser (2000).

- La deuxième méthode se fonde sur le coefficient de dispersion de la rentabilité par rapport à la moyenne des rentabilités. Dans les études empiriques, le risque de l'entreprise est souvent mesuré par l'écart type des rendements mensuels de l'action sur une période allant de douze à soixante mois. Par exemple, Young et Tsai (2008) fixent la période à soixante mois.

Les résultats des études empiriques sur la relation entre le risque et la rémunération des dirigeants sont contradictoires. Lambert et Larcker (1987) et Jin (2002) trouvent une relation négative, alors que Yermack (1995) montre une relation positive et significative. Gray et Cannella (1997) remarquent que le risque spécifique est négativement associé au ratio rémunération incitative sur rémunération globale. Jin (2002) conclut que c'est le risque spécifique qui est à l'origine de la relation négative entre le risque et la rémunération incitative. Miller, Wiseman et Gomez-Mejia (2002) suggèrent une relation concave entre la rémunération incitative et le risque sur un échantillon d'entreprises américaines. Ils concluent que la rémunération contingente à la performance pourrait être plus importante pour des niveaux de risque modérés que pour des niveaux de risque faibles ou élevés.

2. Les composantes de la rémunération des dirigeants

Les entreprises disposent d'une importante flexibilité dans le choix du « *package* » de rémunération de leurs dirigeants. Ainsi, la composition de la rémunération globale des dirigeants peut varier considérablement entre des entreprises comparables quant à la taille, à la performance et au secteur d'activité (Gomez-Mejia et Wiseman, 1997). La composante la plus utilisée est le salaire de base. Ce dernier est souvent complété par l'attribution des incitatifs à court terme (le bonus annuel) et par des rémunérations à long terme (les stock-options et les actions gratuites). Les dirigeants peuvent aussi bénéficier d'avantages en nature et de primes de départ et de régimes de retraite supplémentaires. Pour optimiser le choix entre ces différentes composantes et leur combinaison, les entreprises doivent définir les objectifs de leur politique de rémunération de façon précise.

Dans ce qui suit, nous discuterons des composantes de la rémunération des dirigeants et de leur rôle présumé.

2.1 La rémunération fixe

La rémunération fixe (ou le salaire de base) est de nature contractuelle et est généralement déterminée relativement à la moyenne du secteur d'activité pour un poste de direction comportant des responsabilités similaires. Elle valorise les compétences issues de la formation et de l'expérience pratique du dirigeant. D'après le comité d'éthique du MEDEF (2003), « la rémunération fixe peut être calibrée différemment selon que le dirigeant, mandataire social, poursuit une carrière sans discontinuité dans l'entreprise, ou qu'il est attiré par l'extérieur ». Cette définition met l'accent sur la notion d'ancienneté qui doit être prise en compte dans la détermination de la rémunération fixe. Le niveau de la rémunération fixe semble aussi dépendre des opportunités de carrière externe qui s'offrent au dirigeant.

Le comité d'éthique du MEDEF préconise de ne « revoir cette partie fixe qu'à échéances relativement longues. Sa progression doit être liée à des événements (dirigeant qui vient d'être nommé et dont la partie fixe de la rémunération mérite de progresser en plusieurs phases ; changement de la taille de la société...). De plus, ce comité recommande que la rémunération fixe respecte le principe de « cohérence ». En effet, le montant alloué ne doit pas être totalement indépendant de la vie de l'entreprise et des efforts menés par le dirigeant.

La rémunération fixe³⁷ du dirigeant sert de référence pour le calcul des autres composantes, notamment le bonus annuel et la rente de retraite. Par conséquent, l'augmentation de la rémunération fixe a une répercussion positive sur les autres composantes. Dans certains documents de référence, les mandataires sociaux communiquent sur le montant maximal que peut prendre la part variable par rapport au fixe. Notons que la part fixe de la rémunération a servi, dans certains cas, de variable d'ajustement pour compenser une baisse importante de la part variable.

Tableau 41 : Rémunération fixe (en euros) du premier dirigeant des sociétés cotées sur la période 2002-2005

	N	Moyenne en euros	Ecart-type en euros	Centiles		
				25	Médiane	75
CAC 40	102	874 491	253 036	725 878	900 000	1000 000
SBF 120 (hors CAC 40)	191	490 376	305 960	297 275	425 448	609 000
SBF 250 (hors SBF 120)	164	237 188	109 965	160 172	228 930	301 954
SBF 250	459	485 249	336 958	230 655	364 776	694 000

Source : Dardour, rapports annuels des sociétés, 2006.

Le tableau 41 met en évidence le niveau de la rémunération fixe du premier dirigeant des entreprises du SBF 250. La rémunération fixe médiane atteint 900 milliers d'euros pour un dirigeant d'une société du CAC 40 contre 425 milliers d'euros pour un dirigeant d'une société cotée au SBF 120 hors CAC 40 et 229 milliers d'euros pour le premier dirigeant d'une société du SBF 250 hors SBF 120.

Nous avons également observé la rémunération fixe des directeurs généraux délégués et des membres du directoire des sociétés du SBF 250. Le tableau 42 donne les principales statistiques pour un échantillon de 110 dirigeants observés en 2003, 2004 et 2005.

³⁷ Les entreprises françaises utilisent souvent le terme « rémunération fixe » pour désigner la part de rémunération fixée au début de l'exercice fiscal. Cette composante peut donc varier, à la hausse ou à la baisse d'une année à l'autre mais pas en cours d'exercice.

Tableau 42 : Rémunération fixe (en euros) des directeurs généraux délégués et des membres de directoire des sociétés cotées sur la période 2003-2005.

	N	Moyenne en euros	Ecart-type en euros	Centiles		
				25	Médiane	75
CAC 40	76	593 843	356 030	376 250	490 833	760 000
SBF 120 (hors CAC 40)	122	330 059	217 898	200 000	293 296	400 650
SBF 250 (hors SBF 120)	132	163210	76 393	103 665	152 694	217 619
SBF 250	330	324 070	275 479	150 000	258 835	404 218

Source : Dardour, rapports annuels des sociétés, 2006.

Le tableau 42 met en évidence le montant de la rémunération fixe des 110 dirigeants qui occupent les fonctions de DGD ou MD sur une période de trois ans (2003 à 2005). Le salaire de base moyen (médian) atteint 593 843 € (490 833 €) pour les DGD/MD des sociétés du CAC 40 contre 330 059 € (293 296 €) pour ceux des sociétés du SBF 120 hors CAC 40 et 163 210 € (152 694 €) pour les dirigeants du SBF 250 hors SBF 120. La rémunération fixe de ces dirigeants suit une fonction croissante de la taille de l'entreprise, puisque les entreprises du SBF 250 sont classées dans les indices selon leur capitalisation boursière.

Le choix d'observer la rémunération fixe des mêmes dirigeants sur une période de 3 ans, permet de déterminer l'évolution de cette part dans le temps. Le tableau 43 compare l'évolution de rémunération des dirigeants délégués et des membres du directoire selon les indices de cotation.

Tableau 43 : Variation de la rémunération fixe des directeurs généraux délégués et des membres du directoire sur la période 2003-2005

	N	Var Moyenne		Var Médiane	
		En €	En %	En €	En %
CAC 40	24				
Variation 2004/2003		42867	+ 7,97	4860	+ 1,02
Variation 2005/2004		79564	+ 13,7	27442	+ 5,73
SBF 120 (hors CAC 40)	41				
Variation 2004/2003		8968	+ 2,85	24536	+ 8,84
Variation 2005/2004		27236	+ 8,4	25147	+ 7,68
SBF 250 (hors SBF 120)	45				
Variation 2004/2003		10611	+ 7,03	23098	+ 17,11
Variation 2005/2004		16424	+ 10,17	10902	+ 6,90
SBF 250	110				
Variation 2004/2003		23172	+ 7,82	30759	+ 12,76
Variation 2005/2004		36854	+ 11,53	16308	+ 6,00

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2006.

Le tableau 43 montre que la rémunération fixe des dirigeants des sociétés du CAC 40 a augmenté en moyenne de 13,7% en 2005 par rapport à 2004. Ce taux est de 8,4% pour les dirigeants du SBF 120 hors CAC 40 et 10,7% pour les dirigeants des sociétés du SBF 250 hors SBF 120.

2.2 Le bonus annuel : un incitatif à court terme

La partie variable vise à faire converger les intérêts divergents des actionnaires et des dirigeants conformément aux préconisations issues de la théorie de l'agence. La rémunération variable a une valeur incitative forte et expose le dirigeant à un risque élevé.

Le bonus annuel (ou la partie variable) est souvent exprimé en pourcentage de la part fixe de la rémunération du dirigeant. Sa mise en place répond à l'objectif d'incitation de la politique de rémunération. Il récompense les dirigeants pour l'atteinte des objectifs de performance souhaités et dont l'atteinte se fait sur une période n'excédant pas un an. Les critères de performance retenus pour déterminer la part variable de la rémunération peuvent reposer sur des mesures financières ou boursières. Les mesures comptables de la performance peuvent comporter des risques. En effet, afin de maximiser son bonus annuel, le dirigeant peut par exemple négliger des investissements à court terme lorsque la valeur de ces derniers ne serait enregistrée qu'à plus long terme. Il peut également gérer ou manipuler les données comptables pour maximiser son bonus. Les mesures de performance boursières peuvent être utilisées pour déterminer la part variable de la rémunération. Ainsi, le bonus du dirigeant reposera en partie sur l'évolution des cours de bourse. Toutefois, le dirigeant ne peut être le seul responsable sur la tendance des cours, d'autres éléments extérieurs viennent les influencer rendant l'usage de ce critère non pertinent pour récompenser les efforts du dirigeant (voir paragraphe sur la rémunération de la chance).

Les entreprises peuvent utiliser une ou plusieurs mesures de performance. Ces mesures peuvent être additives, c'est-à-dire que chaque mesure détermine un montant de bonus indépendamment des autres mesures ou multiplicatives, c'est-à-dire que le bonus attribué pour une mesure de performance peut diminuer ou augmenter en fonction de l'atteinte d'un autre critère de performance. La société peut imposer un seuil minimum de performance à partir duquel le versement d'un bonus devient possible. En outre, le versement d'un bonus peut également être relié à l'atteinte d'objectifs de performance qualitatifs liés à l'atteinte des objectifs stratégiques de l'entreprise (réussite d'opérations de fusion ou d'acquisition,

développement de nouveaux débouchés, installation de nouvelles usines de production dans certaines zones géographiques, etc.).

La rémunération variable du dirigeant peut être basée sur des objectifs individuels ou sur la performance collective de l'entreprise.

Lorsque les critères de performance sont retenus pour le calcul de la part variable, le conseil d'administration et son comité des rémunérations déterminent les objectifs qui seront assignés au dirigeant pour chacun de ces critères. Généralement, le conseil d'administration fixe le niveau de performance requis pour que le dirigeant atteigne le niveau de bonus maximal.

Murphy (2001) distingue dans son étude deux types d'objectifs de performance :

- les mesures de performance internes : dans ce cas les objectifs sont déterminés à partir des données spécifiques à l'entreprise comme ses performances antérieures, son budget, etc. Ces objectifs sont qualifiés d'internes car les objectifs sont basés pour une large partie sur les actions des dirigeants.
- les mesures de performance externes : ces mesures sont basées sur des comparaisons effectuées avec d'autres sociétés du même secteur d'activité. Ces objectifs de performance sont qualifiés d'externes car le dirigeant ne peut pas agir directement sur la détermination de l'objectif.

En France, les informations sur les critères de performance (internes et externes) pour déterminer le bonus des dirigeants sont dévoilées dans les rapports annuels de certaines sociétés cotées. Parmi ces critères, nous trouvons principalement : l'évolution du résultat net du groupe, le niveau et l'évolution du bénéfice net par action (BNPA), le montant affecté à la distribution de dividendes, la rentabilité des capitaux engagés, l'EVA et l'EBIT. À titre d'exemple, le rapport annuel 2007 du groupe Ail Liquide précise les éléments suivants : la rémunération du PDG peut atteindre 140% de la part fixe. Le niveau du bonus annuel dépend de deux critères de performance : la progression du BNPA et de la rentabilité après impôts des capitaux utilisés (ROCE). Pour les critères qualitatifs, le groupe précise ce qui suit : « le renforcement du positionnement du groupe dans les économies émergentes. La mise en place des branches d'activité mondiales ou le lancement d'actions envers de nouvelles générations d'actionnaires ».

Concernant les objectifs qualitatifs de performance, les entreprises sont peu transparentes sur ces critères. Dans les rapports annuels, les entreprises font souvent référence aux « objectifs individuels » sans donner le moindre détail sur leur contenu. De plus, les entreprises ne communiquent pas sur le niveau d'objectif en tant que tel. En effet, si le critère d'évolution du ROCE est posé pour évaluer le dirigeant, il est quasiment impossible de savoir le niveau de

ROCE standard défini comme objectif, ni sur la contribution de cet indicateur dans la fixation du montant global de la part variable.

En France, la part variable (bonus) attribuée au dirigeant est souvent comprise entre 0 et 200% de la part fixe. Reste que cette information n'est pas publiée par toutes les sociétés cotées et ceci malgré les recommandations du comité d'éthique du MEDEF en 2003. En général la part variable de la rémunération des dirigeants est basée sur des critères de performance comptable (Alcouffe et Alcouffe 2000, p. 533).

Afin de réduire la part « spéculative » de la rémunération du dirigeant de société, la proposition de loi n° 54 du 6 octobre 2008 du groupe socialiste du Sénat « *visant à réformer le statut des dirigeants de sociétés et à encadrer leurs rémunérations* » suggère dans l'article 13 « de limiter la part variable de la rémunération de chaque mandataire social à moins de 100% de la part fixe de ladite rémunération » (proposition de loi, n°54, session ordinaire de 2008-2009, p. 6). Cette proposition de loi a été discutée lors de la séance du 04 novembre 2008 et n'a pas été retenue.

Tableau 44 : Bonus annuel (en euros) du premier dirigeant des sociétés cotées au SBF 250 sur la période 2002-2005

	N	Moyenne en €	Ecart-type en €	Centiles		
				25	Médiane	75
CAC 40	105	959 154	586 398	558 800	889 000	1 294 500
SBF 120 (hors CAC 40)	190	356 177	391 290	84 424	217 321	547 900
SBF 250 (hors SBF 120)	130	157 059	270 692	35 369	70 000	156 673
SBF 250	425	444 241	518 947	67 671	212 000	703 402

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2006.

Sur la période 2002-2005, le bonus annuel moyen (médian) du premier dirigeant représente 109,68% (98,77%) de rémunération fixe dans les sociétés du CAC 40 contre 72,63% (51,08%) dans les sociétés du SBF 120 hors CAC 40 et seulement 66,2% (30,57%) dans les sociétés du SBF 250 hors SBF 120. Nous constatons également des écarts très importants entre le montant du bonus annuel des dirigeants des sociétés du CAC 40 et les autres sociétés du SBF 250. En effet, le bonus annuel médian des sociétés du SBF 250 (hors SBF 120) représente moins de 8% de celui des sociétés du CAC 40.

Tableau 45 : Bonus annuel (en euros) des directeurs généraux délégués et membres de directoire des sociétés cotées en 2003

	N	Moyenne en €	Ecart-type en €	Centiles		
				25	Médiane	75
CAC 40	24	750070	832086	354600	500597	830124
SBF 120 (hors CAC 40)	41	164463	308509	18271	82323	178000
SBF 250 (hors SBF 120)	45	49435	89689	10523	23038	47500
SBF 250	110	245175	508594	17985	75554	325584

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2006.

En 2003, le bonus annuel moyen des DGD/MD représente 126% de la rémunération fixe dans les sociétés du CAC 40 contre 50% dans les sociétés du SBF 120 hors CAC 40 et seulement 30% dans les sociétés du SBF 250 hors SBF 120.

2.3 Les stock-options : un incitatif à long terme

Depuis les années 1990, la part des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants n'a cessé de croître, en particulier dans les grandes entreprises et dans le secteur de la haute technologie. L'objectif de ce mécanisme est d'assurer une meilleure performance à long terme, de réduire les coûts d'agence et de retenir les cadres dirigeants à haut potentiel. La théorie de l'agence préconise de lier la richesse du dirigeant au capital (détention des stock-options et des actions) pour aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. L'importance des gains que peuvent procurer les stock-options va conduire le dirigeant à rallonger son horizon décisionnel et améliorer ses actions et ses efforts pour augmenter la valeur boursière de l'entreprise (DeFusco et al. 1990 ; Guay, 1999).

Les études empiriques ont cherché à identifier les raisons de l'adoption des stock-options comme composante de la rémunération. Différentes raisons ont été identifiées :

- **L'incidence de la rotation du dirigeant** : elle est présumée augmenter significativement la probabilité d'adoption des stock-options dans le *package* de rémunération du dirigeant puisque l'entreprise cherche à attirer les dirigeants talentueux. La théorie de l'agence suggère que dans le cas de remplacement du dirigeant et l'absence de vérifiabilité des compétences de l'agent pour le poste de PDG, l'entreprise préfère proposer un contrat dans lequel la rémunération est associée à la réalisation de certaines mesures de performance (Holmstrom, 1979 ; Haugen et Senbet, 1981 ; Harris et Holmstrom, 1982). Dans ce cas, le

changement du dirigeant (CEO) présente une opportunité pour que la firme conçoive un nouveau contrat de rémunération pour le futur dirigeant.

- **Le manque de liquidités dans l'entreprise** est présumé contribuer à l'adoption des stock-options dans le cas où l'entreprise cherche à compenser ce manque par l'attribution d'options au lieu d'une rémunération en espèces plus importante. Par ce mécanisme, l'entreprise maintient sa compétitivité sur le marché des dirigeants et s'assure de retenir ses talents.

Par ailleurs, l'introduction des stock-options peut réduire l'intensité du problème d'horizon temporel des autres composantes de la rémunération. À titre d'exemple, l'hypothèse d'horizon temporel suggère que le dirigeant proche de l'âge du départ à la retraite a davantage tendance à choisir les projets les moins risqués et à réduire les dépenses en recherche et développement dans le but d'augmenter les résultats comptables qu'à sélectionner les projets qui encouragent l'efficacité de la firme sur le long terme (Dechow et Sloan, 1991). Pour contrecarrer ce problème, les entreprises devraient attribuer des stock-options pour les CEO âgés (proches de l'âge de la retraite). Ainsi, comme conséquence du problème d'horizon temporel dans la rémunération incitative du dirigeant, l'âge du dirigeant est supposé positivement associé à l'adoption de stock-options. Ce résultat n'est pas confirmé dans l'étude empirique de Tzioumis (2008) portant sur un échantillon de 20 115 observations concernant la rémunération des CEO d'entreprises américaines cotées pendant la période allant de 1992 à 2004. En effet, l'âge du dirigeant montre une forte relation négative avec l'adoption de stock-options. Autrement dit, l'effet marginal de l'âge du dirigeant illustre qu'une augmentation de l'âge d'un an baissera la probabilité d'attribuer des stock-options de 0,4%. Ce coefficient est plus important lorsque l'auteur utilise une variable indicatrice (binaire) à la place d'une variable continue de l'âge du CEO. Par exemple, l'effet marginal d'une variable binaire qui indique les dirigeants âgés de plus de 60 ans (donc proche de la retraite) s'élève à -7,5%. Une explication à l'effet négatif de l'âge peut être le facteur temps (long terme) des stock-options qui réduit la probabilité d'exercice des options par le dirigeant qui est proche de la retraite. Dans le même sens, étant donné que les stock-options servent comme mécanisme de rétention, l'entreprise engagera plus d'effort pour maintenir son jeune CEO qui a plus de chance d'avoir des propositions de poste dans d'autres firmes. Une autre explication a été avancée par Eaton et Rosen (1983) qui suggèrent que l'aversion au risque pourrait augmenter avec l'âge, ainsi les préférences individuelles pour les rémunérations risquées, comme les stock-options, sont réduites. La relation entre l'âge et l'aversion au risque a été validée empiriquement (Riley et Chow, 1992 ; Halek et Eisenhauer, 2001). En effet, ces études

montrent que lorsque l'âge du CEO dépasse 65 ans, l'aversion au risque augmente d'une manière importante.

Par ailleurs, Tzioumis (2008) ne trouve pas d'association entre les contraintes de liquidité que la firme peut rencontrer et la probabilité d'adoption des stock-options pour le CEO. Ce résultat montre que le dirigeant n'est pas incité à réduire les dividendes dans le but d'accroître la valeur de ses options. En outre, cette étude révèle que la taille de l'entreprise ne joue pas un rôle important dans l'adoption des stock-options pour le CEO, ce qui remet en cause l'idée reçue que les stock-options sont essentiellement adoptées dans les grandes firmes à cause des problèmes de surveillance plus importants. Ce résultat est robuste pour plusieurs mesures de la taille de la firme, comme les actifs de la firme, la capitalisation boursière et le nombre d'employés.

Les résultats des études sur les déterminants de l'introduction des plans de stock-options pour les dirigeants divergent de ceux trouvés dans les études antérieures sur le niveau des stock-options accordées. À titre d'exemple, concernant le pourcentage du capital détenu par le dirigeant dans l'entreprise, plusieurs études n'ont pas trouvé de relations significatives avec le niveau des stock-options (Lewellen et al. 1987 ; Matsunaga, 1995 ; Yermack, 1995 ; Kole, 1997). Concernant l'âge du dirigeant et le niveau des stock-options, aucune relation significative n'a été trouvée par Eaton et Rosen (1983) et Yermack (1995), alors que Lewellen et al. (1987) soulignent une relation positive. Ces résultats contradictoires confirment que l'adoption des stock-options et le niveau des stock-options ne sont pas nécessairement influencés par les mêmes facteurs.

En ce qui concerne la performance, Tzioumis (2008) ne constate aucun lien significatif entre la performance financière sur les trois dernières années et la probabilité d'attribution des stock-options au CEO. De même, les mesures alternatives de la performance de la firme, comme le ratio du rendement des capitaux propres (ROE) et la croissance des ventes de la firme, sont dotées de coefficients non significatifs. De plus, l'auteur ne repère pas de relation significative entre l'adoption des stock-options et les opportunités de croissance, appréhendées par le Q de Tobin. En revanche, les opportunités de croissance sont associées positivement au niveau des stock-options.

Etant donné le poids des stock-options au sein de la rémunération des dirigeants, plusieurs études se sont consacrées à l'examen de la relation entre l'attribution de stock-options et la performance de la société. Ces études présentent des résultats contradictoires. D'une part certaines concluent à une relation positive entre la rémunération et la rentabilité. Certains

travaux montrent, d'autre part, une relation négative ou une absence de lien entre ces deux dernières. Murphy (1985) a étudié un échantillon de 500 dirigeants de 73 des plus grandes entreprises américaines (Fortune 500) sur une période allant de 1964 à 1981. L'auteur a observé une relation négative entre la valeur *ex-ante* des octrois d'options sur actions et la performance financière de la société. Cela suggère que plus la rentabilité est élevée, moins le conseil d'administration attribue des options aux dirigeants et inversement.

Par ailleurs Mehran (1995) a examiné la relation entre la structure de la rémunération des dirigeants, la structure de propriété et de contrôle et la performance de l'entreprise. Cette étude se distingue des recherches antérieures à deux niveaux. D'une part, elle s'intéresse à la structure et non au niveau de la rémunération. D'autre part, elle examine la rémunération des dirigeants en tenant compte de la structure de propriété de la société ainsi que de la composition de son conseil d'administration. Elle porte sur un échantillon constitué de 153 entreprises américaines sur la période allant de 1979 à 1980. L'auteur conclut que la performance de la société est positivement liée au pourcentage de la rémunération en actions attribuée aux dirigeants, ainsi qu'au pourcentage du capital détenu par les dirigeants. L'auteur conclut que les attributions de stock-options ont un impact incitatif sur le comportement des dirigeants et donc positif sur la performance de la firme.

2.3.1 Les aspects historiques et juridiques

Les stock-options ont été introduites aux Etats-Unis dès les années vingt. En 1963, la première catégorie a été remplacée par les « *qualified stock options* » encore appelés « *statutory stock options* », toujours en vigueur aujourd'hui. Le bénéficiaire n'est imposé qu'au moment de la vente de l'action sur la plus-value du capital, à condition de se conformer à certaines règles fiscales. La deuxième catégorie, les « *non statutory stock options* » se distingue de la première catégorie par le fait que les gains réalisés sont intégralement soumis à l'impôt sur le revenu du bénéficiaire. Inspirée de la première catégorie des plans, la formule des stock-options est introduite en France par la loi du 31 décembre 1970 et son décret d'application du 7 juin 1971. L'utilisation des stock-options était très limitée jusqu'au milieu des années quatre-vingt dix et a connu un développement important à partir de la publication du premier rapport Viénot en juillet 1995 sur le « gouvernement d'entreprise ».

2.3.2 Les principes de fonctionnement des stock-options

Une stock-option est un droit, mais non une obligation, attribué à un salarié pour acheter une certaine quantité d'actions de son entreprise à un cours fixé au moment où l'option est accordée, appelé « prix d'exercice ». Ce prix d'exercice (*strike*) a une influence importante sur la valeur de l'option, c'est la raison pour laquelle il est généralement encadré par la loi. En France, il ne peut être inférieur de plus de 20% du prix de l'action au moment où celle-ci est octroyée. Les recommandations AFEP-MEDEF sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées d'octobre 2008 suggèrent de supprimer la décote pour l'ensemble des attributaires et d'interdire les instruments de couverture des options.

L'option peut être exercée, c'est-à-dire que l'opération d'acquisition peut être réalisée, à l'intérieur d'une période de validité. En France, en règle générale, les options ne peuvent pas être exercées avant que trois à cinq années soient écoulées à partir de leur octroi pour des raisons de pénalisation fiscale du bénéficiaire et de l'entreprise. La durée de vie maximale des options ne peut dépasser huit à dix ans. Le bénéficiaire n'exerce son option que si le prix de l'action sur le marché est supérieur au prix de l'exercice.

Il existe deux types d'options :

♦ *Les options de souscription d'actions* (nouvelles) : ces options donnent lieu à la création d'actions nouvelles lorsqu'elles sont exercées. Elles conduisent à une augmentation du capital. Par conséquent, les plans de souscriptions d'actions entraînent une dilution des droits des actionnaires sur deux plans :

- d'une part, au niveau de la richesse des actionnaires puisqu'elles conduisent à une réduction du pourcentage de capital détenu par les anciens actionnaires.
- d'autre part, au niveau du contrôle puisque l'augmentation de capital est accompagnée d'une dilution des droits de vote.

En France, selon l'article L. 225-182 du Code de commerce « le nombre total des options ouvertes et non encore levées ne peut donner droit à souscrire un nombre d'actions excédant une fraction du capital social déterminée par décret en Conseil d'Etat. Il ne peut être consenti d'options aux salariés et aux mandataires sociaux possédant plus de 10 % du capital social ».

♦ *Les options d'achat d'actions* (existantes) : à l'opposé des options de souscription d'actions, les options d'achat d'actions n'engendrent pas de dilution du capital dans la mesure où elles ne donnent droit qu'à des actions existantes mais peuvent engendrer un gain ou une perte pour la société au moment de la levée de l'option.

Pour les bénéficiaires, le choix entre les options de souscription et les options d'achat est indifférent puisqu'elles leur permettent, dans les deux cas et sous les mêmes conditions, d'acheter des actions de leur société au prix fixé le jour de l'attribution de l'option.

Les options européennes se distinguent des options américaines. La différence tient au fait de pouvoir exercer ou non l'option avant l'échéance. Dans le cas d'une option américaine, l'acheteur peut exercer son option à tout moment entre t_0 (date d'attribution) et t (l'échéance). Une option européenne ne peut être exercée avant l'échéance t . Une stock-option est dite « à la monnaie » si son prix d'exercice est égal au cours boursier au jour de la levée de l'option. Elle est dite « dans la monnaie » si elle pouvait être exercée avec une plus-value (*payoff*) non nulle et « en dehors de la monnaie » si elle ne pouvait pas être exercée.

Tableau 46 : La synthèse des positions possibles d'une option

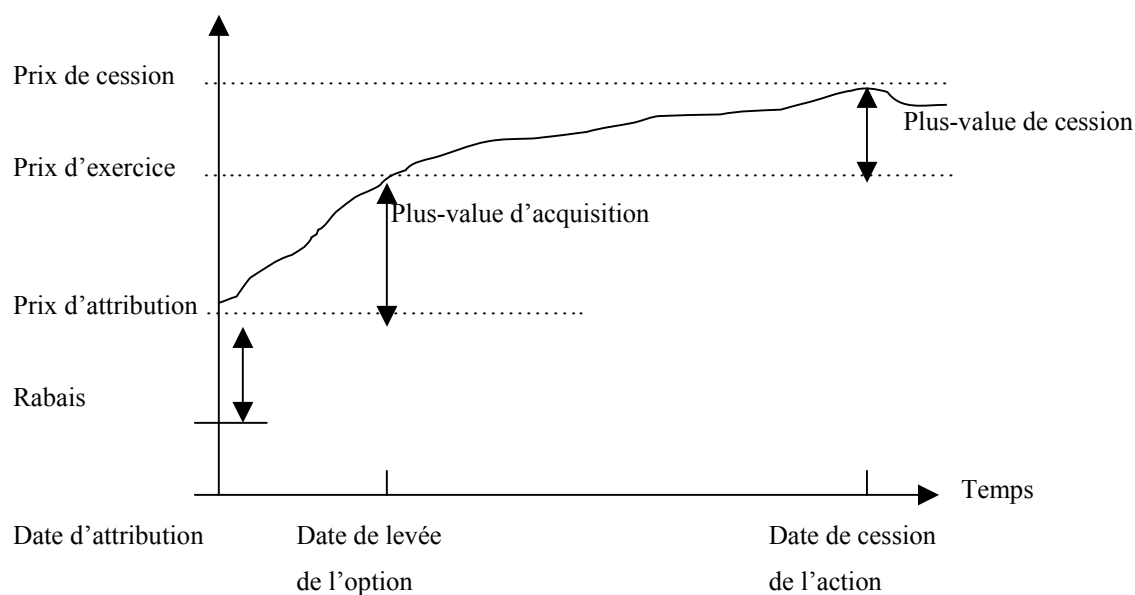
	Option d'achat	Option de vente
$K = S_t$	À la monnaie	À la monnaie
$k < S_t$	Dans la monnaie	En dehors de la monnaie
$k > S_t$	En dehors de la monnaie	Dans la monnaie

k : prix d'exercice de l'action qui est égal au cours boursier moyen observé sur une période généralement de 20 jours précédant la date d'attribution.

S_t : cours boursier de l'action.

2.3.3 Le cycle de vie d'une stock-option

Trois étapes caractérisent le cycle de vie des stock-options. La première, l'attribution des options, consiste pour la société à attribuer au bénéficiaire le droit d'acquérir un certain nombre de ses titres à un prix fixé le jour ou l'option est consentie. Ce prix reste fixe pendant la période qui précède l'exercice de l'option. La deuxième étape, la levée des options, le bénéficiaire exerce son droit d'acquisition des actions au prix arrêté au moment de l'attribution des options. Il réalise alors une plus-value dite d'acquisition. La troisième étape, la cession des actions, le bénéficiaire peut revendre immédiatement les actions acquises et encaisse la plus-value, jusqu'à virtuelle ou peut différer la cession à une date ultérieure. Dans ce dernier cas, si le prix de cession est supérieur au prix d'acquisition, il peut réaliser une plus-value supplémentaire, dite de cession.



Graphique 17 : Mécanisme des stock-options

2.3.4 La mise en place d'un plan de stock-options

La mise en place d'un plan de stock-options comporte plusieurs étapes : la proposition de plan par la direction générale de l'entreprise, l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire, la fixation des modalités par le conseil d'administration ou le directoire, la définition des conditions d'exercice et l'information dispensée autour de la politique menée.

2.3.4.1 L'initiative d'attribution

C'est au conseil d'administration ou au directoire que revient l'initiative de la proposition du plan d'option, sa mise en œuvre, et la répartition des options entre les bénéficiaires. Il doit à cet effet soumettre un rapport à l'assemblée générale extraordinaire dans lequel il précise les motifs de l'ouverture des options, le type de plan envisagé (plan de souscription ou d'achat d'actions), les modalités proposées pour la fixation du prix de souscription ou d'achat. Quant au contrôle par les commissaires aux comptes (et par l'Autorité des Marchés Financiers pour les sociétés cotées), leur intervention se limite à un avis sur les modalités de fixation de prix des options. Force est de constater que les stock-options représentent « un dispositif de rémunération largement discrétionnaire » (Alcouffe C. 2004), notamment en ce qui concerne la date d'attribution des options. Afin de limiter les effets d'aubaine, le rapport AFEP-MEDEF d'octobre 2008 recommande d'attribuer des options aux mêmes périodes calendaires et chaque année.

2.3.4.2 L'autorisation de l'Assemblée Générale Extraordinaire

L'AG extraordinaire a la compétence d'autoriser le conseil d'administration ou le directoire sur *le principe* de mise en place d'un plan d'option. L'AG extraordinaire doit impérativement fixer le délai pendant lequel l'autorisation donnée est valable. Ce délai, qui ne pouvait être supérieur à cinq ans avant la loi du 15 mai 2001, est désormais ramené à trente-huit mois (C. com., art. L 225 et L. 225-179). Elle doit également préciser le délai pendant lequel les options consenties seront exercées par les bénéficiaires ainsi que les modalités de fixation du prix d'exercice des options.

Aux Etats-Unis, des études récentes révèlent la pratique illégale du changement de la date d'attribution des stock-options aux dirigeants et aux employés pour maximiser la plus value d'acquisition (ou de cession). Par exemple, Erik (2005) a étudié les attributions d'options déclarées à la SEC par plus de 7700 entreprises entre 1996 et 2005. Il constate que les options avaient tendance à être octroyées juste avant que le cours de l'action ne remonte. Il conclut que pas moins de 2270 entreprises auraient manipulé la date d'attribution des stock-options à leurs dirigeants. A ce sujet, Yermack (1997) a été le premier chercheur à constater que le cours de l'action augmente peu de temps après l'attribution des options.

2.3.4.3 Les contraintes juridiques liées à la mise en place des stock-options

Il ne peut être consenti d'options aux salariés et aux mandataires sociaux possédant plus de 10 % du capital social (Article 225-182 du Code de commerce)³⁸. Le conseil d'administration doit fixer le prix d'achat ou de souscription d'actions en cas de levée d'options, ainsi que les modalités d'exercice de ces droits.

Le prix de souscription ou d'achat ne peut être inférieur à 80% du cours moyen d'achat des actions détenues par la société en vue de l'attribution aux salariés de la participation et, le cas échéant, du soutien des cours.

³⁸ En cas d'attribution d'options, dans un délai de deux ans après la création d'une société ou le rachat de la majorité du capital d'une société par ses salariés ou ses mandataires sociaux, le maximum prévu au dernier alinéa de l'article L. 225-182 est porté au tiers du capital.

2.3.5 La valorisation des stock-options

Les options peuvent être attribuées aussi bien par des sociétés non cotées que par des sociétés cotées. Les deux types d'entreprises ont une valeur, et donc un prix de leur action. Pour les sociétés cotées, ce prix est affiché de manière précise et transparente par un cours de bourse. Le détenteur des options est donc en mesure de prendre facilement les décisions d'achat ou de vente de ses options en fonction de son prix d'exercice. Alors que dans les entreprises non cotées, la décision d'exercice semble être plus complexe.

La rémunération sous forme d'options se distingue d'une rémunération en espèces à cause du caractère aléatoire du montant qui sera réellement encaissé lorsque l'option sera exercée. Le montant de la rémunération sera égal à la différence entre le prix d'exercice convenu et le cours de l'action au moment de la levée. Plus cette différence est grande, plus l'option a de valeur. L'absence de prix de marché des options n'empêche pas que les stock-options ont une valeur. Black et Scholes (1973) ont développé un modèle pour estimer la valeur d'une option. Ce modèle se fonde sur certaines caractéristiques de l'option, le comportement attendu de l'action sous-jacente et le niveau des taux d'intérêt. La méthode de Black et Scholes n'est pas parfaite, mais elle permet de valoriser les options et donc de les intégrer à la rémunération des dirigeants.

2.3.6 La méthodologie d'évaluation des stock-options

Pour calculer la valeur des stock-options, nous avons utilisé le logiciel développé par la société Up2b Finance (version 4.2a, 2006). Cet outil permet de calculer le prix ou la volatilité de l'option (action avec ou sans dividende) selon deux méthodes et simultanément :

- le modèle de Black et Scholes (1973), basé sur le calcul stochastique en temps continu
- le modèle Cox, Ross, Rubinstein, modèle d'arbre basé sur le calcul binomial multipériodique.

2.3.6.1 Calcul de la valeur des options selon le modèle Black & Scholes

Avant de présenter la formule, il convient de poser certaines notations. S : prix au comptant de l'action ; K : prix d'exercice ; T : durée exprimée en années jusqu'à la maturité de l'option ; σ : volatilité annuelle de l'action (mesurée par l'écart type des rendements) ; r : taux d'intérêt continu sans risque ; C : prix du Call ; P : prix du Put.

La formule de Black et Scholes pour évaluer un call sur une action ne versant pas de dividende s'écrit comme suit :

$$C = S \times N(d_1) - Ke^{-n} \times N(d_2)$$

$$p = S \times N(d_1 - 1) - Ke^{-n} \times N(d_2 - 1)$$

N(d) représente la valeur de la fonction de répartition d'une loi normale centrée réduite au point d avec :

$$d_1 = d_2 + v\sqrt{T}$$

$$d_2 = \frac{1}{v\sqrt{T}} \ln \frac{S}{Ke^{-n}} - \frac{1}{2} v\sqrt{T}$$

2.3.6.2 Calcul de la valeur des options selon le modèle Cox, Ross, Rubinstein

$$C = S \times \Phi(a, n, p') - Ke^{-n} \times \Phi(a, n, p)$$

$$P = S \times [\Phi(a, n, p') - 1] - Ke^{-n} \times [\Phi(a, n, p) - 1]$$

a est le plus petit entier positif tel que :

$$a \geq \frac{\log\left(\frac{K}{Sd^n}\right)}{\log\frac{u}{d}}$$

$$\Phi(a, n, p) = \sum_{j=0}^{j=n} \frac{n!}{j!(n-j)!} \times p^j (1-p)^{n-j}$$

$$u = \exp\left[\left(r-i\right)\frac{t}{n} + v\sqrt{\frac{t}{n}}\right]$$

$$d = \exp\left[\left(r-i\right)\frac{t}{n} - v\sqrt{\frac{t}{n}}\right]$$

$$p = \exp\left[\frac{\left(r-i\right)\frac{t}{n} - d}{u - d}\right]$$

Avec :

S : prix au comptant de l'action ; K : prix d'exercice de l'action ; n : nombre de période ; r : taux d'intérêt sans risque ; i : taux de rendement de sous-jacent ; v : volatilité annuelle ; t : maturité (durée de la période optionnelle) ; u : coefficient de hausse ; d : coefficient de baisse ; p : probabilité sans risque ; p' : dérivée de p ; C : prix du Call ; P : prix du Put.

Afin de déterminer le prix du call selon la formule de Black et Scholes, il est donc nécessaire de connaître la valeur des cinq paramètres suivants : le prix au comptant, sa volatilité, la date d'expiration de l'option, son prix d'exercice et le taux d'intérêt sans risque (pour calculer la valeur actuelle du prix d'exercice). Tous les paramètres de la formule Black et Scholes, à l'exception de la volatilité de l'action, sont directement observables. La formule de Black et Scholes constitue un moyen assez précis pour évaluer le prix d'une option.

2.3.7 Le terme d'une stock-option

La valeur temps d'une option est la différence entre la valeur de l'option et sa valeur intrinsèque. La valeur temps est égale à $C - (\max (S_t - k, 0))$ pour une option d'achat. La prime C est appelée la valeur marchande. En terme financier, on peut montrer qu'il est optimal d'exercer ses options le plus tard possible, juste avant l'expiration. Toutefois, lorsque les options sont fortement « dans la monnaie » et que l'entreprise verse des dividendes importants, il peut être préférable d'exercer dès que possible les options. En pratique, l'exercice des options doit tenir compte de l'incertitude de l'évolution du cours de l'action qui dépend de la maîtrise de l'information sur l'activité de l'entreprise.

2.3.8 Le calcul de la volatilité du prix de l'action

Les praticiens utilisent deux méthodes alternatives pour estimer la volatilité de l'action. La première revient à calculer l'écart type des variations historiques du cours de l'action. Il convient a priori d'observer les variations historiques sur une période de durée comparable à celle de la durée optionnelle. On doit cependant analyser les variations des niveaux de volatilité observables sur différentes périodes et, en particulier, rechercher l'éventuelle valeur d'une volatilité longue vers laquelle convergeraient des volatilités de court terme exceptionnellement fortes ou faibles. Il faut également comparer les résultats obtenus à partir d'échantillons construits avec différentes largeurs d'intervalles de variation, par exemple des variations quotidiennes, hebdomadaires ou mensuelles.

La seconde utilise le prix de marché de l'option et consiste à « inverser » la formule de Black et Scholes afin d'en extraire la volatilité telle qu'elle est « cotée » par le marché. Cette volatilité cotée par le marché porte le nom de volatilité implicite.

La volatilité du prix de l'action est grande quand l'action a une probabilité élevée, soit de beaucoup augmenter dans le futur, soit de beaucoup baisser, et faible quand l'action connaît

une croissance moyenne. Les détenteurs ont intérêt à ce que la volatilité à long terme de l'action soit élevée. Certains auteurs posent l'hypothèse d'une volatilité annualisée de 30% pour le calcul de la valeur des options des grandes sociétés cotées (Maillard, 2005).

Dans ce travail de recherche, le calcul de la volatilité historique annuelle est effectué à partir de variations quotidiennes des cours de l'action, soit en moyenne 260 jours par an.

Par ailleurs, la valeur d'une option augmente sensiblement lorsque l'entreprise a un taux de distribution de dividendes faible ou nul. Elle augmente modérément avec le taux d'intérêt sans risque. Dans notre étude, le taux d'intérêt est supposé égal à 4%. Ce choix est cohérent avec les observations empiriques où le taux sans risque à court terme est souvent compris entre 4 et 6%.

2.3.9 La sensibilité de la valeur d'une option aux différents paramètres de sa valorisation

La sensibilité de la valeur de l'option aux différents paramètres est désignée par les lettres grecques suivantes :

Delta : mesure la variation de la richesse du bénéficiaire en fonction de la variation du cours de l'action. Dans l'hypothèse où tous les autres paramètres sont constants, un Delta égal à 0,30 signifie que si la valeur de l'action augmente de un euro, la valeur de l'option augmentera de 30 centimes et diminue d'autant quand l'action baisse de 1 euro.

Vega : désigne la sensibilité de la valeur de l'option à la volatilité. Par exemple, si Vega vaut 60, cela signifie que 1% de volatilité en plus augmente la valeur de l'option de 60 centimes d'euros.

Rhô : désigne la sensibilité au taux d'intérêt en continu. En effet, si Rhô vaut 145, cela signifie que si le taux augmente de 0,1% la valeur de l'option augmente de 14,5 centimes.

Thêta : mesure la sensibilité de la valeur de l'option au temps qui passe.

Omega : mesure la sensibilité de l'option au taux de distribution des dividendes. Par exemple, si le taux de distribution évolue de 3% à 3,1% et Omega vaut -345, on dit que la valeur de l'option a diminué de 35,4 centimes.

2.3.10 Les limites de la formule de Black et Scholes

L'évaluation des stock-options par la formule de Black et Scholes présente quelques limites. En effet, cette méthode ne tient pas compte du fait que les dirigeants ne peuvent pas céder leurs options avant la fin de la période d'indisponibilité. L'aversion au risque des dirigeants

n'est pas considérée. Ces limites détaillées par Hall et Murphy (2002) sous-évaluent la valeur d'une stock-option du point de vue du dirigeant, ce qui peut en atténuer l'effet incitatif escompté. Néanmoins, cette méthode reste le moyen d'évaluation des stock-options le plus répandu parmi les universitaires et les entreprises.

2.3.11 La fiscalité des stock-options

La fiscalité des stock-options distingue trois types de revenu :

- le premier élément du gain est le rabais qui est consenti par l'entreprise sur le prix de souscription ou d'achat des actions. En France, le rabais maximal autorisé est de 20% de la moyenne des cours de bourse des 20 séances qui précèdent la date d'attribution de l'option ou du cours moyen d'achat. Ce rabais est dit excédentaire, s'il dépasse 5% du cours de l'action. Dès lors, il est assujéti à l'impôt sur le revenu et aux cotisations sociales. Il est soumis à imposition dès la levée de l'option.

- la deuxième composante de gain financier réside dans l'éventuelle plus-value d'acquisition réalisée lors de la levée des actions. La plus-value d'acquisition est taxée au moment de la cession des titres.

- enfin la troisième partie du gain réside dans la plus value de cession réalisée lors de la revente des titres.

La fiscalité des stock-options varie selon la date d'attribution des options : avant le 01/01/1990, entre 01/01/1990 et le 19/09/1995, entre le 20/09/1995 et le 26/04/2000, entre le 27/04/2000 et le 15/10/2007 et à compter du 16/10/2007. Enfin, elle impose des conditions à respecter (indisponibilité fiscale de 4 ou 5 ans) pour bénéficier d'un régime fiscal spécifique.

Tableau 47 : Fiscalité des stock-options en France

Date d'attribution de l'option	Durée d'indisponibilité	Plus-value d'acquisition	Plus-value de cession
Du 01/01/1990 au 19/09/1995	5 ans	Imposition à l'impôt sur le revenu au taux de 16% au titre de la plus-value sur valeurs mobilières.	Imposition à l'impôt sur le revenu au taux de 16% au titre de la plus-value sur valeurs mobilières + prélèvements sociaux (CSG, CRDS)
Du 20/09/1995 au 26/04/2000	5 ans	Imposition à l'impôt sur le revenu au taux de 30% au titre de la plus-value sur valeurs mobilières.	
Avant le 27/04/2000	5 ans	Régime des plus-values sur valeurs mobilières au taux spécial d'imposition de 30 %.	
Depuis le 27/04/2000	4 ans	Régime des plus-values sur valeurs mobilières au taux spécial d'imposition de : <ul style="list-style-type: none"> • 30 % (40 % pour la fraction supérieure à 152 500 €), en cas de cession entre 4 et 6 ans, • 26 % (30 % pour la fraction supérieure à 152 500 €), en cas de cession après 6 ans. 	Régime des plus-values sur les valeurs mobilières au taux normal de 16 %.

2.3.12 La comptabilisation des stock-options

2.3.12.1 Les normes américaines

Aux Etats-Unis, le FASB (*Financial Accounting Standards Board*) a instauré deux normes : la première APB 25 (*Accounting for Stock Issued to Employees*) régleme depuis 1972 le traitement comptable des options d'achats d'actions accordées aux employés. Cette norme permet de comptabiliser en charge de rémunération le coût correspondant à la valeur intrinsèque de l'option soit l'excédent de la différence entre le prix réel de l'action sur le marché et le prix d'exercice d'une option. La deuxième norme FAS 123 intitulée *Accounting for Stock-Based Compensation* (comptabilisation des rémunérations fondées sur des actions) a

été instaurée en 1995. Le coût des options est mesuré à la date d'attribution en fonction de la valeur d'octroi et est actualisé sur la période d'acquisition des droits. La valeur des options représente une charge de rémunération à enregistrer dans le compte de résultat et leur contrepartie en capitaux propres. Leur exercice entraîne le plus souvent une augmentation des fonds propres dans le bilan de l'entreprise. Toutefois, sous la pression des lobbies industriels et du Congrès, les autorités financières n'ont pas pu imposer la norme de comptabilisation du coût des stock-options à la juste valeur. Les entreprises ont donc le choix entre les deux méthodes.

Dans la pratique, la méthode de la valeur intrinsèque (APB 25) permet d'éliminer ou de différer la constatation d'une charge supplémentaire dès lors qu'au jour de son attribution le prix d'exercice de l'option n'est pas inférieur à la valeur de marché de l'action. L'octroi des options n'affecte pas le résultat comptable, les entreprises se satisfaisant d'intégrer une note complémentaire en annexe.

2.3.12.2 Les normes internationales

L'organisme de normalisation international, *International Accounting Standard Board* (IASB) a publié le 19 février 2004, la norme *International Financial Reporting Standard* n°2 (IFRS 2) intitulée *Share-based Payments* (paiements fondés sur des actions). Elle a été publiée dans le règlement CE n°211/2005 du 4 février 2005. La norme est applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005. Cette norme concerne l'ensemble des transactions par lesquelles une entité reçoit des biens et des services et remet en paiement ses propres actions ou acquiert des biens ou des services en contrepartie d'une dette dont le montant dépend de la valeur de ses actions. Elle couvre les transactions effectuées avec des employés ou des tiers. Elle impose que les transactions dont le paiement est fondé sur des actions soient évaluées à leur juste valeur et comptabilisées en charges au fur et à mesure de leur consommation et que la contrepartie de cette écriture soit constatée dans les capitaux propres. L'objectif de la norme est d'assurer que tous les paiements de transactions effectués en actions sont présentés dans les états financiers. Les stock-options sont les formes les plus courantes des paiements envisagés par l'IFRS 2.

Le 17 janvier 2008, l'IASB a publié un amendement à IFRS 2 intitulé « conditions d'acquisition des droits et annulations ». Il change la définition des conditions d'acquisition des droits qui est désormais limitée aux seules conditions de services et de performance. Il introduit également la notion de « conditions non liées à l'acquisition des droits ». Les conditions non liées à l'acquisition des droits sont des conditions qui ne relèvent pas du

service ou de la performance, mais qui doivent être remplies pour que la contrepartie reçoive le paiement fondé sur des actions. Ces conditions doivent être prises en compte dans l'estimation de la juste valeur à la date d'attribution des instruments de capitaux propres attribués. L'amendement requiert en outre que lorsque soit l'entreprise, soit la contrepartie, peut décider si la condition non liée à l'acquisition des droits est remplie ou non, le non-respect de cette condition non liée à l'acquisition des droits doit être traité comme une annulation. Dans ce cas, le montant qui aurait été étalé sur la période résiduelle d'acquisition des droits est immédiatement constaté en charge. L'amendement aura donc un impact significatif sur les résultats de certaines entreprises. Ce changement entre en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2009 (Raymond Chabot Grand Thornton, 2008). Ce règlement n'a pas encore été adopté au niveau européen. Dans un courrier en date du 12 mai 2008, *l'European Financial reporting advisory group (EFRAG)* recommande à la *Commission européenne* ou à *l'Accounting regulatory committee (ARC)*, d'adopter l'amendement à la norme IFRS 2.

L'exercice des stock-options ne pèse pas sur l'entreprise elle-même mais seulement sur l'avoir des actionnaires. Par conséquent, sa comptabilisation en charge entraîne la confusion des deux patrimoines, celui de l'apporteur de capitaux et celui de l'entité qui les met en œuvre dans le cadre de son activité. « Malgré une légitimité économique, qu'on ne lui conteste pas, la nouvelle norme IFRS 2 affaiblit considérablement l'idée de la comptabilité d'entreprise pour en célébrer une autre : la comptabilité d'actionnaire. Son rôle n'est plus d'enregistrer les données quantitatives correspondant aux activités de l'entreprise en tant qu'entité mais de mesurer et contrôler les avoirs des propriétaires et de leur évolution » (Amblard, 2005).

2.4 Les actions gratuites

Avant la réforme de la loi de finances en 2005, les attributions d'actions gratuites n'étaient juridiquement envisageables en France, dans le cadre d'un programme de rachat d'actions ou d'augmentation de capital, qu'après négociation avec l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Pour pouvoir mettre en place ce dispositif, les entreprises devaient fixer certains objectifs (niveau de chiffre d'affaires, de bénéfice, de cours de bourse...) et définir un nombre de bénéficiaires restreint qui correspondait en pratique aux seuls cadres dirigeants. Les bénéficiaires devaient au préalable acheter des actions sur le marché sur leurs propres deniers et sans décote, c'est-à-dire sans abondement ou financement de quelque nature que ce soit de la part de la société. Et leur gain ne devait devenir certain qu'à l'issue de la période fixée par l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGE). L'AMF voulait, en imposant ces conditions, que

les attributaires restent soumis à un réel risque de marché. Autre caractéristique des opérations pratiquées avant la réforme : l'avantage accordé aux mandataires sociaux et salariés était, pour eux, considéré comme un complément de salaire et, pour la société, soumis aux charges sociales.

La loi de finances de 2005 (article 83) prévoit expressément la possibilité d'attribution d'actions gratuites aux salariés et aux mandataires sociaux désignés par les entreprises quelles soient cotées ou non. Le dispositif est assorti d'un régime fiscal et social particulièrement intéressant pour les bénéficiaires comme pour les entreprises. L'acquisition définitive d'actions gratuites est liée à une simple condition de présence dans l'entreprise (pas moins de deux ans de présence) et à une durée minimale de conservation des actions qui court à partir de l'attribution définitive et ne peut être elle non plus inférieure à deux ans. L'attribution d'actions gratuites ne requiert aucun effort financier du dirigeant. Celui-ci n'est pas tenu d'investir dans l'entreprise et il n'y a donc pas de prise de risque de sa part. L'attribution d'actions gratuites est soumise à des conditions de performance qui n'ont pas été précisées dans le texte de loi. Elles sont laissées à la libre définition de chaque entreprise attributive. Contrairement à une stock-option, l'action gratuite a une valeur intrinsèque dès son attribution. Une stock-option n'a de valeur intrinsèque que si le cours de l'action augmente. Ce n'est pas le cas d'une action gratuite dont la valeur marchande sera certaine. Les actionnaires pourront donc être réticents à en attribuer sans que les dirigeants s'engagent en contrepartie sur l'atteinte d'objectifs de performance. Les actions susceptibles d'être attribuées gratuitement devraient être préalablement acquises par la société sur le marché dans le cadre de son programme de rachat d'actions ou d'actions nouvelles dans le cadre d'une augmentation de capital. L'AGE détermine le pourcentage maximum de capital social qui pourra faire l'objet d'attribution. Ce pourcentage ne peut pas être supérieur à 10% du capital social.

Les attributions d'actions gratuites présentent certains avantages. Pour l'entreprise, elles sont exonérées de charges sociales et leur offrent la possibilité de rémunérer les performances futures de leurs dirigeants et salariés en conditionnant l'octroi des titres à la réalisation de performance. Pour le bénéficiaire (le salarié par exemple), les actions gratuites ne sont pas assujetties à l'impôt sur les revenus comme les salaires.

Le régime fiscal des actions gratuites est précisé par une instruction 5 F-17-06 n° 184 du 10 novembre 2006. Lors de l'attribution des titres, le gain (gain d'acquisition) procuré par la gratuité est imposé de plein droit soit au taux forfaitaire de 30% soit selon le taux d'imposition applicable aux traitements et salaires du bénéficiaire si celui-ci estime ce choix préférable.

L'option s'effectue lors du dépôt de la déclaration des revenus souscrite au titre de l'année d'imposition de l'avantage. L'imposition selon les règles des traitements et salaires de l'avantage est sans incidence sur la nature des prélèvements sociaux auxquels le bénéficiaire est assujéti (le taux est de 11% (CSG -CRDS).

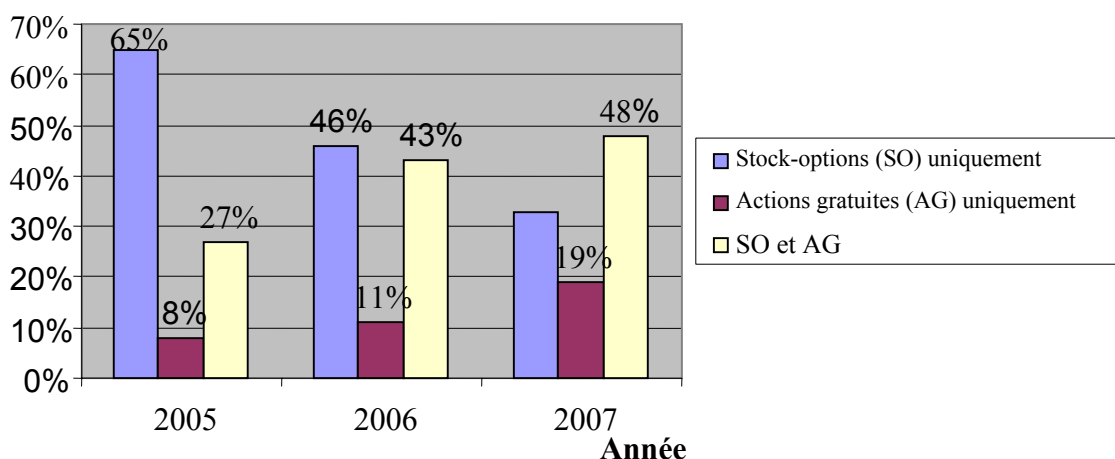
La plus-value résultant de la vente des actions gratuites, égale à la différence entre leur prix de cession et leur valeur à la date d'acquisition, est imposée au taux forfaitaire de 16 %. Cette plus-value de cession est susceptible de bénéficier de l'abattement pour durée de détention. Ainsi, les gains nets de cession sont réduits d'un abattement d'un tiers pour chaque année de détention des titres au-delà de la cinquième année.

Les prélèvements sociaux au titre des revenus du patrimoine, au taux global de 11 % restent dus sur la totalité de la plus-value de cession réalisée.

La moins-value réalisée le cas échéant en cas de cession d'actions gratuites pour un prix inférieur à leur valeur au jour de l'attribution définitive est déductible comme toutes les autres moins-values sur valeurs mobilières.

En 2005, les plans d'attribution d'actions gratuites dans les sociétés favorables à ce mécanisme étaient limités (moins de dix plans). L'étude récente par le cabinet Hewitt Associates LLC (2008) montre une nette progression des attributions des actions gratuites dans les sociétés françaises cotées.

Pourcentage d'entreprises



Graphique 18 : Répartition des entreprises françaises cotées ayant effectivement attribué des stock-options et/ou des actions gratuites

2.5 Les avantages sociaux et non monétaires

Ils permettent de répondre à des besoins particuliers des dirigeants à savoir une voiture de fonction, un chauffeur, des cotisations à des clubs, une loge à l'Opéra, une prise en charge de frais de défense en justice, etc. À ces avantages particuliers s'ajoutent les avantages sociaux habituels comme l'assurance maladie, l'assurance vie, l'assurance invalidité. Fiscalement, ces avantages sont des charges déductibles des résultats imposables. Le tableau 48 met en évidence le niveau des avantages en nature accordés aux principaux dirigeants selon l'indice de cotation.

Tableau 48 : Les avantages en nature attribués aux premiers dirigeants des sociétés du SBF 250 en 2005

	N	Moyenne en €	Ecart-type en €	Centiles		
				25	Médiane en €	75
CAC 40	15	14 475	20 096	4 140	4 816	17 759
SBF 120 (hors CAC 40)	40	19 318	39 622	2 977	5 772	17 922
SBF 250 (hors SBF 120)	45	9 679	10 934	3 288	5 196	10 178
SBF 250	89	14 708	28 714	3 380	5 171	13 215

Source : Dardour, rapports annuels des sociétés, 2006.

2.6 Les primes de départ

2.6.1 Les différents motifs de départ

Les indemnités de départ contractuelles appelées couramment « parachutes dorés » représentent l'aspect le plus médiatique et souvent le plus controversé de la rémunération des dirigeants d'entreprise. Il n'existe pas d'interdiction de principe pour les sociétés d'octroyer à leurs dirigeants des indemnités de départ. Des clauses financières de départ sont souvent fixées à l'entrée du dirigeant en fonction. De cette façon, les primes de départ sont indépendantes de la performance réalisée par le dirigeant pendant l'exercice de ses fonctions dans l'entreprise.

Néanmoins cette décision doit être prise dans le meilleur intérêt de la société. Le conseil d'administration est le garant du respect de cet intérêt et par conséquent doit vérifier certains aspects de sa décision :

♦ Le caractère raisonnable de la décision

Les indemnités de départ prennent souvent « la forme d'une entente qui assure dans le cas d'une prise de contrôle hostile ou d'un licenciement, le dirigeant aura droit à une indemnité de départ équivalente à quelques années de salaire annuel » (Belzile et Viger, 2002).

Le montant accordé à titre d'indemnité devrait être « raisonnable » compte tenu des tâches et des responsabilités du dirigeant, de l'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise et de ses performances dans certains cas. Le *Tax Code* américain (Section 280G) considère un parachute doré excessif lorsque son montant est supérieur à trois fois la rémunération de base annuelle du dirigeant.

En août 2007, la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA) avait lié l'attribution de parachutes dorés à des conditions de performance fixées à l'arrivée du dirigeant dans l'entreprise. Cette loi ne donne aucune précision sur le niveau des indemnités de départ mais elle a permis une meilleure information sur ce dispositif. En juin 2008, une étude réalisée par le cabinet de conseil Investorsight pour *Le Monde* révélait qu'un quart des sociétés du CAC 40 prévoyaient de verser des "parachutes dorés" à leurs dirigeants. L'étude a recensé aussi 51 "parachutes dorés" soumis au vote des actionnaires lors des assemblées générales 2008 de 250 sociétés cotées.

L'analyse des rapports annuels de 181 sociétés du SBF 250 en 2005, montre que 95 sociétés ont prévu de verser une indemnité de départ pour leur premier dirigeant. Le tableau 49 détaille l'effectif de ces sociétés selon l'indice de cotation.

Tableau 49 : Effectifs des sociétés avec une indemnité de départ selon l'indice de cotation

Indices	Nombre de sociétés ayant prévu de verser une indemnité de départ
CAC 40	18
SBF 120 hors CAC 40	47
SBF 250 hors SBF 120	30
SBF 250	95

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2006.

◆ L'objectivité de la décision

L'indemnité de départ est proposée au moment de la signature du contrat d'emploi du dirigeant ou, au contraire, juste avant qu'un changement de contrôle ne se produise. Par conséquent, cette indemnité a une double fonction : compenser la perte d'emploi ou réparer un préjudice.

Le pouvoir de révoquer le dirigeant, expression du pouvoir de coercition du groupe, a vocation à s'appliquer à l'occasion d'opérations de restructurations mais également en raison du défaut de conformité de l'action du dirigeant : de ses résultats, de son engagement au regard des exigences imposées par son entreprise. Le départ du dirigeant est plus souvent négocié qu'il n'est décidé unilatéralement par la direction du groupe. Le dirigeant consent à démissionner de ses fonctions et en compensation, il perçoit une indemnité. La démission est l'acte par lequel le dirigeant renonce, spontanément ou sous l'effet d'une contrainte, à l'exercice de ses fonctions³⁹. La faculté d'un dirigeant de mettre lui-même un terme à ses fonctions ne fait l'objet d'aucune réglementation particulière. En droit des sociétés, il n'existe que deux modes de révocation : la révocation *ad nutum* et la révocation pour *juste motif*. Plus rarement, la loi prévoit la possibilité d'une révocation judiciaire des dirigeants.

2.6.1.1 La révocation pour juste motif

Elle est en principe réservée au directeur général⁴⁰ qui n'est pas Président du conseil d'administration, aux directeurs généraux délégués⁴¹ et aux membres du directoire⁴². Elle a lieu respectivement par le conseil d'administration sur proposition du directeur général, par l'assemblée générale et si les statuts le prévoient par le conseil de surveillance. En l'absence de définition légale du juste motif, il appartient au juge de dire si le motif de révocation est juste au sens des dispositions de la loi⁴³.

³⁹ F. FRANCOIS, I. MAIGRET, A. MARLANGE, *op. cit.* p. 235.

⁴⁰ Code de Commerce, art. L. 225-25.

⁴¹ Code de Commerce, art. L. 225-55.

⁴² Code de Commerce, art L. 225-61.

⁴³ Aucune disposition légale ne prévoit les modalités d'évaluation des dommages et intérêts accordés, et c'est aux tribunaux qu'il revient de fixer souverainement, en fonction des éléments de fait, le montant de la réparation.

Le juste motif se définit par plusieurs cas comme la perte d'indépendance, la faute grave (faute de gestion), la violation de la loi ou des statuts et de manière de plus en plus fréquente, la notion d'intérêt social⁴⁴. Le motif doit reposer sur des éléments objectifs⁴⁵.

Le principe de la révocation pour juste motif est simple. Si le dirigeant est révoqué sans que la société puisse démontrer un juste motif, il peut demander le versement d'une indemnité qui correspond en principe au préjudice subi⁴⁶, mais il ne peut jamais se prévaloir du maintien dans ses fonctions ou d'une réintégration, comme cela serait le cas pour un salarié licencié sans cause réelle et sérieuse. Il importe en premier lieu que les motifs retenus par les associés présentent une certaine gravité. La faute légère ne saurait être suffisante. Le juste motif traditionnellement retenu est la faute de gestion commise par le dirigeant, à l'instar des agissements ou abstentions frauduleux, des irrégularités graves et répétées, des actes de concurrence déloyale ou encore du désintérêt pour ses fonctions⁴⁷.

Au-delà de la faute objective, la jurisprudence fait de plus en plus place à une conception subjective du juste motif en relation avec l'appréciation de l'intérêt social, retenant par exemple un désaccord grave sur l'organisation ou la politique générale de la société, l'incapacité notoire du gérant⁴⁸, voire la perte de confiance des associés.

2.6.1.2 La révocation *ad nutum*

L'assemblée générale ordinaire peut révoquer un administrateur sans motif et sans préavis⁴⁹. Cette révocation discrétionnaire est appelée révocation *ad nutum*, terminologie latine qui peut se traduire par l'expression « sur un signe de la tête ». Il s'agit d'une mesure de défiance ou de désaveu des actionnaires qui vise à mettre fin aux fonctions d'un administrateur avant la date d'expiration prévue de ses fonctions. Cette révocation ne donne lieu à des dommages et intérêts que dans des cas exceptionnels. Les administrateurs sont donc placés dans une situation de précarité certaine dans l'exercice des fonctions sociales puisque le dirigeant peut

⁴⁴ Cependant, la jurisprudence refuse de prendre en compte la simple volonté d'un majoritaire, ou groupe majoritaire, d'écarter le dirigeant qui ne convient plus.

⁴⁵ BAILLOD R. (1983), « Le juste motif de révocation des dirigeants sociaux », RTD com, p. 395.

⁴⁶ GIBIRILA D. (1995), Le dirigeant de société, statut juridique, social et fiscal, Paris, Litec, 590 pages.

⁴⁷ FRANCOIS F., MAIGRET I., MARLANGE A. (2003), Dirigeant de société. Statut juridique, social et fiscal, Ed. Delmas, p. 240.

⁴⁸ La notion d'intérêt social est particulièrement difficile à préciser. L'incompétence du dirigeant peut se révéler de manière évidente si la gestion se révèle ruineuse. Il est beaucoup plus délicat d'apprécier les causes d'une stagnation de résultat, ou du chiffre d'affaires, qui peuvent aussi bien résulter de l'environnement que du manque de pugnacité du dirigeant.

être révoqué à tout moment et sans motif. La révocation *ad nutum* témoigne encore de l'origine contractuelle de la société. Le dirigeant en est considéré comme le mandataire et en conséquence, la société peut le révoquer librement conformément au principe issu de l'article 2004 du Code Civil.

Enfin, le troisième type de révocation est la révocation judiciaire, mais il est plus rare. Elle n'est légalement prévue que pour les gérants de sociétés à responsabilité limitée et de sociétés en commandite par actions et les sociétés civiles.

2.6.2 Les approches explicatives de l'adoption des primes de départ

Trois approches théoriques sont possibles :

- L'ajustement ex-post de la rémunération du dirigeant : d'après Fama (1980), un dirigeant qui effectue une bonne carrière professionnelle dans une firme et qui reçoit une rémunération insuffisante par rapport aux performances réalisées peut recevoir une récompense à la sortie. Cette décision permet d'encourager les cadres supérieurs qui sont des candidats potentiels au poste de premier dirigeant de l'entreprise. En cas de refus d'indemnisation, le conseil d'administration envoie un signal défavorable aux prétendants au poste du haut dirigeant.

- L'expropriation de la rente : cette approche est défendue par Bebchuk et Fried (2004). Elle considère que les dirigeants ont un fort pouvoir de négociation qui leur permet d'influencer le processus de fixation de leur rémunération et d'obtenir des rémunérations non justifiées comme les indemnités de départ.

- La compensation de la perte d'emploi : selon cette approche, la prime de départ constitue un transfert de richesse des actionnaires aux dirigeants pour atténuer la discipline imposée par le marché des prises de contrôle. Ainsi, l'attribution d'une indemnité de départ en cas d'une offre publique hostile permet à la fois de faciliter la négociation du départ du dirigeant de l'entreprise cible et de compenser la perte de son emploi.

Plusieurs études empiriques américaines se sont intéressées à l'impact de l'annonce de l'attribution des parachutes dorés aux dirigeants sur la création de valeur pour les actionnaires. Les résultats de ces recherches sont contradictoires. Lambert et Larcker (1985)

⁴⁹ Cass. Com., art. 3 janv. 1985, Defrénois 1987, p. 620, obs. HONORAT (J) ; Bull. civ. IV, n°6 ; CA Paris, 28 Févr. 1985, Rev. Sociétés, 1986, p. 249, note RANDOUX D. ; Cass. Com., 27 mars 1990, JCP 1990, II, 21537, note GUYON (Y).

sont parmi les pionniers à étudier cet événement. Sur un échantillon pris sur la période allant de 1975 à 1982, ils trouvent que l'annonce d'attribution des parachutes dorés influence positivement le cours des actions. Au contraire, Mogavero et Toyne (1995) identifient une réaction négative en utilisant un échantillon sur la période allant de 1982 à 1990.

Par ailleurs, il existe peu d'études qui se penchent sur la manière dont l'adoption des parachutes dorés affecte l'incitation des dirigeants à maximiser la valeur actionnariale.

2.6.3 La rémunération des administrateurs non exécutifs

La rémunération des administrateurs devrait être établie en fonction, notamment, de l'expertise exigée, des obstacles pour accéder au poste et du nombre de candidats compétents et intéressés, des exigences du travail, et enfin des risques liés à un rôle très visible où l'obligation de rendre compte est très importante.

Au Canada, pour veiller davantage aux intérêts des actionnaires à long terme, les sociétés proposent aux administrateurs des actions temporairement incessibles ou des unités d'actions différées. Les actions temporairement incessibles ne peuvent être vendues par les administrateurs qu'après leur départ du conseil d'administration. Cela limite la possibilité qu'ils prennent des décisions ou fassent des recommandations en fonction de leurs intérêts à court terme. Quant aux unités d'actions différées, il ne s'agit pas à proprement parler d'actions, mais leur valeur est liée à celle d'une action cotée. Là encore, les administrateurs perçoivent la valeur des unités d'actions différées lorsqu'ils cessent de siéger au conseil.

Aux Etats-Unis, l'étude du cabinet Steven Hall et associés (2007) révèle que la rémunération des administrateurs des 500 plus grandes entreprises (Fortune 1000) a augmenté de 14% en 2006 par rapport à 2005. La rémunération moyenne s'élevait à 185 000 \$. Une part de cette somme était due à une rémunération plus élevée pour les membres des comités spécialisés. En ce qui concerne la charge de travail d'un administrateur, l'étude mondiale « Fortune 1000 et gouvernement d'entreprise » menée en 2005 par le cabinet Korn Ferry International montre que les administrateurs des sociétés américaines consacrent en moyenne 216 heures par an à la préparation des conseils contre 180 heures en France. Selon Gomez P-Y. (IFGE, 2006), « il serait plus efficace d'obliger les entreprises à établir et publier, dans leurs rapports annuels, le nombre d'heures qu'elles considèrent comme nécessaire pour exercer la fonction d'administrateur de manière crédible. Cette pratique aurait pour avantage de clarifier publiquement l'attente de l'entreprise à l'égard de son administrateur. Elle limiterait les dérives non en limitant le nombre de mandats mais en rendant plus ou moins crédible le

nombre de jours total qu'un administrateur est supposé assurer du fait du cumul de ses mandats ».

Les administrateurs ne peuvent recevoir de la société aucune rémunération autre que celles prévues et énumérées limitativement par la loi (articles L 225-44 et L 225-82 du Code de Commerce). Toute clause statutaire contraire est réputée non valable.

2.6.3.1 La rémunération ordinaire

L'article L 225-45 du Code de commerce dispose que « l'assemblée générale peut allouer aux administrateurs en rémunération de leur activité, à titre de jetons de présence, une somme fixe annuelle que cette assemblée détermine sans être liée par des dispositions statutaires ou des décisions antérieures. Le montant de celle-ci est porté aux charges d'exploitation. Sa répartition entre les administrateurs est déterminée par le conseil d'administration ».

La rémunération ordinaire des administrateurs, prévue par les articles L 225-45 et L 225-83 du Code de Commerce, se fait donc principalement par l'attribution de jetons de présence. Les jetons représentent une indemnité forfaitaire destinée à dédommager les administrateurs de leur perte de temps, d'argent et des responsabilités encourues. Le montant de cette indemnité est indépendant des résultats de la société. Le rapport Bouton⁵⁰ dénonce cette intangibilité. Selon ce rapport, l'attribution de jetons de présence « devrait tenir compte de l'assiduité des administrateurs au conseil et dans les comités et donc, comporter une part variable ».

L'article 108 de la loi de 24 juillet 1966 définit les jetons de présence comme étant une somme fixe, annuelle et globale déterminée par l'assemblée générale et répartie par le conseil d'administration entre les administrateurs⁵¹. Ce qui exclut une répartition par le Président ou par un comité des rémunérations composé d'administrateurs indépendants. Le principe de l'acquisition des jetons de présence, au *pro rata temporis* est généralement admis. Les modalités de répartition de jetons de présence entre les administrateurs sont prévues expressément par l'article 93 du décret du 23 mars 1967. Aux termes de cet article : « le conseil d'administration répartit librement entre ses membres les sommes globales allouées aux administrateurs sous forme de jetons de présence ; il peut notamment allouer aux

⁵⁰ Rapport BOUTON (2002), Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, conférence de presse du 23 septembre 2002, MEDEF, AFEP.

⁵¹ BARBIERI J. F. (1988), Droit des sociétés et des groupements d'affaires, Collection Expertise comptable, édition Masson.

administrateurs, membres des comités prévus par l'article 90 al 2, une part supérieure à celle des autres administrateurs ». Toutefois, cet article a été précédé par un texte antérieur, l'article 11 de la loi du 4 mars 1943, selon lequel « le conseil d'administration répartit entre ses membres dans des proportions qu'il juge convenables, les rémunérations fixes et proportionnelles ». En règle générale, les jetons de présence sont fonction de l'assiduité des administrateurs aux réunions du conseil d'administration. Le droit des administrateurs au paiement des jetons de présence naît de la décision prise par le conseil d'administration. Ils deviennent dès cet instant, créanciers de la somme allouée. Leur créance est prescrite sur cinq ans (article 2277 du Code Civil).

2.6.3.2 Les rémunérations exceptionnelles

Les administrateurs et membres du Conseil de surveillance peuvent recevoir par ailleurs des rémunérations exceptionnelles (Articles L 225 – 46 et L 225 – 82 du Code de Commerce) pour des missions et des mandats particuliers. Ces rémunérations exceptionnelles peuvent prendre la forme d'attribution de jetons de présence supplémentaires, d'avantages pécuniaires ou en nature divers ou en titres. Les rémunérations exceptionnelles sont portées aux charges d'exploitation de la société. Toutefois, la distribution de stock-options aux administrateurs est interdite par la loi. Au contraire, aux Etats-Unis, en plus des jetons de présence, plus de 80% des administrateurs bénéficient de stock-options ou d'autres plans de rétribution en action (Korn Ferry, 2004).

Tableau 50 : Jetons de présence attribués aux premiers dirigeants des sociétés de l'échantillon en 2005 selon l'indice de cotation

	N	Moyenne en €	Ecart-type en €	Centiles		
				25	Médiane en €	75
CAC 40	18	54 527	45 045	23 430	35 703	80 587
SBF 120 (hors CAC 40)	21	22 805	28 444	3 412	18 000	25 000
SBF 250 (hors SBF 120)	22	23 392	62 038	2 379	10 000	16 469
SBF 250	61	32 377	48 995	6 100	17 879	33 755

Le tableau 50 montre que le montant des jetons de présence est important pour les administrateurs des sociétés du CAC 40 par rapport aux autres sociétés cotées au SBF 250.

Par ailleurs, que ce soit dans un conseil moniste (conseil d'administration) ou dans un conseil dualiste (conseil de surveillance), un administrateur indépendant perçoit un montant de jetons de présence plus élevé qu'un administrateur qualifié non indépendant. En 2005, la comparaison du montant des jetons de présence de 50 mandataires indépendants dans des conseils monistes des sociétés du SBF 120 hors CAC 40 et celui de 50 mandataires non indépendants des mêmes conseils et des mêmes sociétés, montre que lorsque les administrateurs sont indépendants la moyenne de leurs jetons de présence est plus élevée de 26,42% par rapport à ceux des administrateurs non indépendants (2 8148€ contre 22 265€).

3. Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons réalisé une revue des principales études portant sur la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise. Même si les résultats de ces études sont contradictoires, il apparaît que la rémunération des dirigeants ne dépend pas seulement de la performance de l'entreprise. D'autres critères doivent être pris en compte pour expliquer et prédire la rémunération des dirigeants. En ce sens, notre modèle constitue une modélisation plus pertinente de la rémunération du dirigeant en France. Ainsi, nous tenons compte de plusieurs variables issues du cadre conceptuel de la gouvernance d'entreprise et de la théorie de l'agence. Ces variables concernent principalement la structure des conseils d'administration et la structure du capital des sociétés de l'échantillon. Elles sont également accompagnées par les variables de contrôle comme la taille de l'entreprise, le secteur d'activité et l'âge du dirigeant.

La notion de « performance » est complexe tant au niveau des critères de mesure que du point de vue des performances attendues par les différents acteurs de la firme (actionnaires, salariés, fournisseurs, clients, etc.). L'analyse des rapports annuels montre que les sociétés sont peu transparentes sur les critères de performance. En effet, les entreprises ne dévoilent ni le niveau des objectifs cibles ni la nature des critères qualitatifs.

Par ailleurs, les différentes composantes de la rémunération globale des dirigeants ont été présentées. Nous avons distingué trois principales composantes : la rémunération fixe (ou le salaire de base), le bonus annuel et l'attribution des stock-options. Pour la composante stock-options nous avons présenté la méthode de Black et Scholes (1973) qui a été retenue pour son évaluation.

CHAPITRE 4 : LA MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE ET LES RESULTATS DE L'ÉTUDE EMPIRIQUE

Ce chapitre présente la méthodologie de recherche adoptée pour tester les hypothèses formulées. D'abord, une exploration du terrain est effectuée à partir de l'analyse d'un corpus textuel formé par les déclarations des personnes concernées par le sujet de la rémunération des dirigeants. Ensuite, les échantillons de recherche sont présentés. Puis, les variables dépendantes et indépendantes ainsi que leurs mesures sont définies. Enfin, les modèles d'analyse déployés sont exposés.

1. L'exploration du terrain

Afin de tester l'ensemble des hypothèses formulées, nous avons adopté, dans le cadre de la phase exploratoire, une première approche de nature qualitative en complément de notre démarche hypothético-déductive basée sur une approche quantitative que nous développerons dans la prochaine section de ce chapitre. Le choix de cette recherche qualitative exploratoire s'explique par l'insuffisance des connaissances empiriques sur le thème de la rémunération des dirigeants dans le contexte français et par le besoin de comprendre les enjeux de la rémunération des dirigeants d'entreprise selon le point de vue des acteurs concernés.

1.1. L'approche qualitative

Notre étude exploratoire constitue un préalable à notre approche quantitative, dans la mesure où elle permet de se familiariser avec le problème de la recherche et d'explorer les attitudes et de comprendre les comportements des répondants. La phase exploratoire s'est donc fondée sur un recueil d'entretiens semi directifs avec des acteurs économiques concernés par le sujet de la rémunération des dirigeants. Nous avons sélectionné des personnes dont les profils sont différents. Il s'agit de dirigeants et anciens dirigeants d'entreprise, d'un consultant spécialiste des rémunérations dans un cabinet de consulting en ressources humaines et d'administrateurs

de sociétés. Nous estimons que ces personnes connaissent particulièrement bien le sujet de la rémunération des dirigeants.

Ce corpus textuel constitue la principale source de données recueillie lors de cette phase exploratoire. Les données ont été collectées à partir de plusieurs sources : des entretiens avec six personnalités dont deux PDG, un Président du directoire, un Président du conseil de surveillance appartenant aux sociétés du CAC 40, un consultant spécialiste en rémunération dans un cabinet de consulting et qui est également membre d'un groupe de travail sur le comité des rémunérations au sein d'une association d'administrateurs et enfin un Président d'une société de gestion de fonds. Le premier entretien est disponible sur le site Internet www.forum-events.com, rubrique « les débats contemporains » et date du 6 juin 2003, le second a été réalisé par nos soins en juillet 2005, la troisième interview est publiée le 27 juin 2006 par le site Internet Easybourse.com, le quatrième est disponible dans le magazine *Le Point* n°1833 du 01 novembre 2007. Le cinquième est publié sur le site Internet www.actiondefemme.fr et est recueilli par Reibaud le 01/01/2005. Enfin, nous recueillons les déclarations du Président de la principale association d'administrateurs en France. Tous ces entretiens traitent en partie ou en totalité du thème de la rémunération des dirigeants d'entreprise.

1.2 La synthèse du corpus textuel

L'analyse manuelle des discours permet de donner un éclairage sur le thème de cette recherche. La diversité des profils des interlocuteurs ainsi que les fonctions qu'ils occupent semblent donner davantage de pertinence et de validité aux propos recueillis. Les principales synthèses de ces entretiens sont présentées dans ce qui suit :

Concernant l'explosion de la rémunération globale des dirigeants français, nous avons recueilli les déclarations des personnalités interrogées. Le premier répondant qui occupe le poste de consultant en rémunération avance ce qui suit : « *Il n'en reste pas moins que les « packages » de rémunération des dirigeants français ont connu une notable inflation ces dernières années. Ce n'est pas le fruit du hasard. Les entreprises se sont internationalisées en incorporant au passage des cadres originaires de pays où les rémunérations étaient plus coquettes, je pense en particulier aux États-Unis, au Royaume-Uni et à l'Allemagne. Par ailleurs, elles se sont considérablement développées... Des organisations plus grandes et plus complexes à piloter justifient des émoluments plus importants* ». Ce premier répondant explique l'inflation de la rémunération des dirigeants par la croissance de la taille des

entreprises comme conséquence du mouvement d'internationalisation de leurs activités. Les entreprises deviennent de plus en plus complexes et les actionnaires n'hésitent pas à recruter les meilleurs talents managériaux pour rentabiliser leurs investissements financiers. Le deuxième répondant, ancien PDG d'une société du CAC 40, va dans le même sens et explique la hausse de la rémunération comme suit : « *la multinationalisation des entreprises a constitué un facteur d'accélération de même que les rémunérations consenties dans le secteur financier aux banquiers d'investissement et aux opérateurs de marché que beaucoup de dirigeants d'entreprise ont observé selon les cas avec amertume ou envie, surtout quand elles s'appliquaient à des personnes souvent beaucoup plus jeunes qu'eux. Il ne faut pas non plus sous-estimer, dans le cas de la France, l'influence de la très forte taxation à l'impôt sur le revenu des hautes rémunérations qui accroît encore le sentiment de frustration que peuvent ressentir certains dirigeants vis-à-vis de leurs homologues étrangers, bénéficiant d'une législation fiscale plus favorable* ». Ce répondant ajoute deux autres facteurs à l'origine de la hausse de la rémunération : le phénomène de comparaison des rémunérations entre les dirigeants. En effet, les dirigeants d'entreprise comparent leur propre rémunération avec celle perçue par les dirigeants les mieux payés dont les gestionnaires de fonds d'investissement et les opérateurs de marché. Ce phénomène accélère la progression du niveau des rémunérations. La comparaison peut se faire au moment du recrutement du dirigeant. En effet, un dirigeant nouvellement recruté, accepte rarement que sa rémunération soit fixée dans le bas de la fourchette pour éviter d'être perçu par le marché comme un mauvais gestionnaire. Par conséquent, il demande que sa rémunération soit comprise dans le quartile ou le tiers supérieur. La répétition de ce phénomène engendre, mécaniquement, la hausse générale de la rémunération des dirigeants. De plus, il y a une raison fiscale qui justifie la hausse de la rémunération, puisque ce répondant estime que les taux de prélèvement fiscaux sur le revenu des dirigeants sont plus importants en France que dans certains pays d'Europe.

Face à cette explosion du niveau des rémunérations des dirigeants des grandes entreprises, certaines personnes interrogées préconisent aux entreprises de suivre diverses méthodes pour rendre la rémunération de leurs dirigeants plus « raisonnable ». Un consultant en rémunération estime que l'on « *pourrait raisonner en multiple du salaire moyen de l'entreprise ce qui tiendrait compte du secteur d'activité. Pour autant je ne plaiderai pas pour un plafonnement des rémunérations car il faut laisser les acteurs du système assumer leurs responsabilités...* ». Si ce participant se réfère au salaire moyen dans l'entreprise, un autre répondant (ancien PDG) affirme que « *le marché des dirigeants est très étroit. En l'élargissant, disons pour faire simple, à celui des membres des comités exécutifs des grandes*

entreprises, on obtient un échantillon plus significatif. Je crois pour ma part que c'est par rapport à cet échantillon qu'il y a un sens à apprécier celui des PDG. Le reste relève de la démagogie ». Les deux répondants reconnaissent le faible rôle du marché des dirigeants pour réguler le niveau de la rémunération selon l'argument avancé par l'approche libérale de la gouvernance d'entreprise. La rémunération des dirigeants échappe à la « main invisible » du marché.

Pour l'Institut Montaigne la hausse des rémunérations des dirigeants des grandes sociétés est essentiellement liée à l'attribution des stock-options qui, en cas de hausse générale des cours de la bourse, récompense le dirigeant, bon ou mauvais, par une augmentation de sa rémunération globale. Pour éviter cette dérive, l'Institut Montaigne propose de développer les stock-options conditionnelles. Autrement dit, les stock-options ne sont versées au dirigeant que si l'entreprise a réalisé des résultats meilleurs que ceux de ses concurrents. Pour s'assurer que cette rémunération est justifiée, il faut réserver un traitement fiscal favorable aux stock-options conditionnelles. Dans les quelques centaines d'entreprises cotées en bourse et plus particulièrement les quelques dizaines d'entreprises de grande taille, la composition de leur conseil d'administration ou de surveillance introduit une forme de distance entre l'entreprise, cette instance et les petits actionnaires. Mis à part quelques fondateurs ou héritiers, les autres sièges sont occupés par les représentants des actionnaires physiques ou moraux (Etat ou sociétés) et par des administrateurs indépendants choisis souvent parmi une population limitée de hauts dirigeants. Cette distance, conjuguée au fait que ces conseils manipulent des chiffres consolidés en milliards d'euros, rend aux yeux de leurs membres, quasiment immatériel le fait de décider de verser quelques millions d'euros à un PDG sur le départ. Demander à un dirigeant ce qu'il pense de la légitimité du niveau de rémunération des dirigeants est quelque peu sujet à critique. D'où la nécessité d'interroger de manière complémentaire des experts ou des représentants des associations professionnelles, non partie prenante de la firme. Au sujet des indemnités de départ, Daniel Lebègue, Président de l'IFA affirme que « *les parachutes dorés ne doivent pas être systématiques, un dirigeant est un mandataire social et non un salarié, il n'a pas de droit à une indemnité de licenciement. Si le dirigeant échoue dans sa mission, si l'entreprise connaît des difficultés stratégiques, le dirigeant doit pouvoir être remercié sans préavis ni indemnité. Ce qui choque l'opinion publique c'est de voir un dirigeant partir avec un parachute considérable alors que le cours de bourse a baissé et que l'entreprise a procédé à des licenciements massifs. La rémunération doit être présentée à l'assemblée générale des actionnaires et faire l'objet d'un vote* ».

Le point de vue d'un PDG d'une société du CAC 40 est différent. En effet, pour ce dernier « les indemnités de départ n'ont de justification que comme contrepartie financière destinée à :

- *Compenser le fait que le dirigeant est révocable ad nutum, c'est-à-dire sans que le conseil d'administration ait à justifier sa décision et sans a fortiori qu'il ait à démontrer une faute professionnelle ;*

- *Prendre en compte le fait qu'un PDG d'une très grande entreprise a rarement vocation à retrouver une position équivalente ailleurs, en particulier après une durée significative d'exercice de cette responsabilité, l'âge pouvant également constituer un frein à une nouvelle nomination importante ;*

- *Constituer la contrepartie d'une clause de départ : par exemple, une clause de non-concurrence ».*

Par rapport au montant, ce dirigeant estime « qu'une indemnité de départ reste raisonnable si elle n'excède pas deux ans de salaire total en incluant le bonus. Plusieurs réactions hostiles à de telles indemnités suggèrent de ne pas octroyer une prime de départ en cas d'« échec » du dirigeant. Dès lors qu'« échec » ne veut pas dire « faute professionnelle », l'essentiel est donc d'évaluer la gestion et, du même coup, de savoir qui est qualifié pour en juger. Certainement pas les banques que le souci légitime de protéger leurs propres intérêts et, le cas échéant, d'éviter leurs responsabilités, ne prédispose pas à l'impartialité. Certainement pas non plus les syndicats auxquels leur rôle tout aussi légitime ne confère pas l'objectivité nécessaire pour juger les dirigeants de l'entreprise. Est-ce le tribunal médiatique, est-ce le Parlement, est-ce l'opinion publique ? Poser ces questions, c'est y répondre, tant, faute d'informations suffisantes, la conduite d'une entreprise privée ne peut être évaluée honnêtement et sereinement, de l'extérieur dans sa complexité et dans sa durée.

Dès lors, est-ce l'assemblée générale des actionnaires ? Sans doute, de manière ultime. Mais cette institution a-t-elle les moyens de former directement son jugement ou doit-elle, conformément au droit des sociétés, s'en remettre au conseil d'administration qui a à la fois le pouvoir, la responsabilité et la possibilité concrète de nommer, de contrôler, bien sûr, d'évaluer et si, nécessaire, de révoquer les PDG ?

En toute hypothèse, l'évaluation elle-même est un exercice particulièrement difficile. Faut-il restreindre son jugement à une période particulière de la gestion concernée, la dernière peut être ou au contraire évaluer l'ensemble de la période d'exercice des responsabilités ? Comment faire la part entre ce qui relève de l'action effective des dirigeants et ce qui résulte de la force des choses, dans les deux sens bien entendu ? ».

Au vu des synthèses de ces déclarations, il apparaît que le sujet des rémunérations suscite une forte controverse. La variété des réponses montre l'absence de concertation entre les entreprises sur un modèle permettant de fixer une rémunération considérée comme légitime tant par les actionnaires que par les parties prenantes de la société. La transparence des rémunérations, depuis la loi NRE (2001), n'a rien changé à l'accroissement des rémunérations. Les commentaires recueillis visent essentiellement les rémunérations des dirigeants des grandes sociétés publiées par les études de certaines revues économiques (Capital, l'Expansion...) ou cabinets de conseil en ressources humaines (Proxinvest). Ces études portent sur des échantillons réduits et ne tiennent pas compte du changement des dirigeants d'une année à l'autre dans certaines entreprises. L'étude d'un échantillon couvrant la majorité des sociétés du SBF 250 sur une période de quatre ans (2002-2005) paraît plus opportune.

2. Les échantillons de la recherche

Cette recherche est menée sur deux échantillons distincts par la position hiérarchique des dirigeants dans l'entreprise :

Le premier échantillon concerne le premier dirigeant des sociétés cotées à l'indice SBF 250 à savoir le Président Directeur Général, le Président du Directoire et le Directeur Général selon la structure d'organisation du pouvoir de l'entreprise. De l'ensemble des sociétés du SBF 250 cotées à la fin de l'année 2005, nous avons été amené à supprimer les observations suivantes :

- les sociétés qui ne publient pas la rémunération individuelle et nominative du premier dirigeant ;
- les sociétés en commandite par actions puisque les gérants sont rémunérés statutairement sur les bénéfices (Bonduelle, Lagardère, Elix, Etam Développement, Groupe Stéria, Hermès international et Rubis) ;
- les observations aberrantes identifiées en fonction du niveau de la rémunération hors stock-options perçue par le dirigeant par rapport à la rémunération des autres dirigeants des sociétés cotées dans le même indice. Les individus dont la rémunération est très faible ou très élevée par rapport à la moyenne sont supprimés.

Compte tenu des analyses à effectuer, les informations sur la rémunération des dirigeants doivent être disponibles sur au moins une année. Ce choix est préférable à celui qui consiste à

exiger des informations complètes sur toute la période d'étude car il permet de maximiser la taille de l'échantillon. Sur la période 2002-2005, nous avons collecté 816 observations. Nous avons supprimé les observations aberrantes et les observations concernant les Gérants. Ainsi, notre échantillon final est composé de 181 entreprises. Le nombre d'observations varie en fonction des mesures de la rémunération et peut atteindre au maximum 724 observations. Bien que la loi NRE (2001) ait rendu la publication des rémunérations individuelles et nominatives des mandataires sociaux obligatoire à partir de l'exercice fiscal 2001, nous n'avons pas pu retenir l'année 2001 en raison de trop nombreuses données indisponibles. De plus, certaines sociétés ont publié une information partielle et non détaillée (absence de prix d'exercice des options attribuées, absence de répartition des composantes de la rémunération annuelle...).

Tableau 51 : Sélection de l'échantillon

	N
Sociétés cotées au SBF 250	250
Sociétés exclues (données manquantes)	- 46
Echantillon initial	204
Observations exclues (aberrantes, les Gérants)	23
Echantillon retenu	181
Observations retenues (2002-2005)	724

Le second échantillon concerne la rémunération individuelle des Directeurs Généraux Délégués et des Membres du Directoire des sociétés du SBF 250 pour la même période. Notre échantillon initial concerne 274 individus (1096 observations). En raison de données manquantes, nous avons opté pour un échantillon final de 507 observations pour la période allant de 2003 à 2005.

Le choix des échantillons de l'étude présente un biais de sélection puisque les firmes qui les composent sont choisies en fonction du critère d'appartenance à l'indice SBF 250. Néanmoins, le choix de cet indice est destiné à permettre des comparaisons internationales plus fiables car cet indice inclut des entreprises de petite, moyenne et grande taille. Les trois principaux indices de marché de la bourse de Paris sont le CAC 40, le SBF 120 et le SBF 250. Ces indices sont dits emboîtés. Les valeurs qui composent le CAC 40 font également partie des valeurs du SBF 120, elles-mêmes incluses dans l'indice le plus large, le SBF 250. Depuis 2005, toutes les sociétés, quelque soit leur taille, font partie du même marché : Eurolist.

A ce jour, il n'existe pas de bases de données publiques sur la rémunération des dirigeants français. Pour les besoins de cette recherche, l'essentiel de l'information sur la rémunération des dirigeants et mandataires sociaux a été collecté manuellement à partir des rapports annuels, publiés sur les sites Internet des sociétés du SBF 250. Les rapports annuels sont souvent disponibles sur Internet 3 à 6 mois après la clôture de l'exercice fiscal. Nous avons arrêté la collecte des données en juillet 2006. Les données concernant les variables de gouvernance sont également collectées à partir des rapports annuels des sociétés concernées et de la base de données *Dafsalien*s. Enfin, les données financières et boursières ont été principalement réunies à partir des bases de données *Datastream* et *Infinacial*.

3. La définition des variables

3.1 Les variables dépendantes

Les modalités de rémunérations des dirigeants sont complexes et posent des problèmes empiriques. La rémunération globale d'un dirigeant est en effet le somme de quatre composantes :

- une rémunération fixe (ci-après RF)
- un bonus annuel (ci-après BA)
- des stock-options et/ou des actions gratuites
- et enfin, un ensemble d'éléments divers : avantage en nature, jetons de présence, souscription d'assurance et une indemnité de départ.

La structure de la rémunération globale rend difficile de déterminer la rémunération annuelle réelle du dirigeant au moment de son attribution. Le dirigeant peut en effet encaisser la plus value de l'exercice de stock-options qui lui ont été octroyées 4 ou 5 ans auparavant (la durée de la période minimale de conservation des titres est en moyenne de 4 ans dans notre échantillon). Ces revenus n'ont aucun lien avec la performance de l'entreprise à l'année n. La rémunération accordée au dirigeant à l'année n comprend à l'inverse des stock-options et/ou des actions gratuites octroyées mais non encore exercées. Une autre difficulté est liée à la question de valorisation des stock-options octroyées au dirigeant. Enfin, l'estimation des avantages en nature accordés au dirigeant et de la valeur de ses contrats d'assurance (retraite supplémentaire dite retraite chapeau article 39 du Code Général des impôts) est impossible puisque certains de ces éléments sont indexés sur la rémunération fixe perçue par le dirigeant un à trois ans avant son départ à la retraite.

Dans ce travail, nous prenons en compte la rémunération accordée au dirigeant au titre de l'année n.

À partir des composantes de la rémunération définies ci-dessus, il devient possible de construire de nouvelles variables comme l'ampleur de la rémunération incitative dans la rémunération globale. Dans ce qui suit, l'ensemble des variables expliquées ciblées par cette recherche sont présentées.

3.1.1 La rémunération fixe

La variable dépendante « Rémunération - fixe_{it} » (RF) correspond au logarithme naturel de la rémunération fixe en milliers d'euros attribuée au dirigeant i. La variable rémunération fixe est donc mesurée comme suit :

$$\text{Ln}(\text{rémunération fixe}_{it})$$

L'usage de la transformation logarithmique permet d'atténuer les problèmes potentiels d'hétéroscédasticité et est cohérent avec la littérature existante sur la rémunération des dirigeants d'entreprise (Baker, Jensen et Murphy 1988 ; Murphy 1986 ; Sloan, 1993).

3.1.2 Le bonus annuel

La variable « Bonus annuel_{it} » (BA) correspond au logarithme de la rémunération variable annuelle (l'incitatif à court terme) attribuée au dirigeant i au titre de l'exercice t versé en t + 1. La variable bonus annuel est donc mesurée comme suit :

$$\text{Ln}(\text{Bonus annuel}_{it})$$

3.1.3 La rémunération en espèces

La variable « rémunération en espèces » (RE) correspond au logarithme de la somme de la rémunération fixe et du bonus annuel. Elle est mesurée comme suit :

$$\text{Ln}(\text{rémunération fixe}_{it} + \text{bonus annuel}_{it})$$

3.1.4 La rémunération incitative

La rémunération incitative (RI) correspond au logarithme de la somme du bonus annuel et de la valeur potentielle des stock-options attribuées au dirigeant i pour l'exercice t . En 2005, la loi autorise les entreprises françaises à attribuer des actions gratuites à leurs dirigeants. Par conséquent, la valeur des actions gratuites a été également ajoutée à la part de la rémunération incitative. La rémunération incitative est mesurée comme suit :

$$\text{Ln}(\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des stock - options et actions gratuites}_{it})$$

La variable expliquée REMINCIT mesure l'intensité de la rémunération incitative octroyée au dirigeant de l'entreprise. Elle est calculée comme suit :

$$\text{REMINCIT} = \frac{\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des optionset des actions octroyées}_{it}}{\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des optionset des actions octroyées}_{it} + \text{rémunération fixe}_{it}}$$

La variable expliquée REMOPTIONS mesure l'ampleur de la rémunération incitative en options et actions gratuites. Elle est déterminée comme suit :

$$\text{REMOPTIONS} = \frac{\text{valeur des optionset des actions gratuites octroyées}_{it}}{\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des optionset des actions octroyées}_{it} + \text{rémunération fixe}_{it}}$$

La valeur potentielle des stock-options octroyées au dirigeant est calculée à l'aide de la formule de Black et Scholes (1973), en tenant compte à la suite de Merton (1973) des dividendes. La valeur des actions gratuites est égale au nombre d'actions gratuites attribuées au dirigeant i pour l'exercice t multiplié par le cours de l'action à la date d'attribution. Notons que peu de dirigeants des échantillons de cette étude ont bénéficié d'actions gratuites dès la première année de leur autorisation réglementaire.

3.1.5 La rémunération globale

La rémunération globale correspond au logarithme de la somme de la rémunération fixe et des incitatifs à court terme et à long terme attribués au dirigeant i au titre de l'exercice t .

$$\text{Ln}(\text{rémunération fixe}_{it} + \text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des stock - options et actions gratuites}_{it})$$

3.2 Les variables de contrôle

3.2.1 La taille de l'entreprise

Les pionniers de la recherche sur la rémunération des dirigeants ont basé leur attention sur le lien entre la rémunération des dirigeants et la taille de la firme (Roberts, 1956 ; Baumol, 1959 ; Lewellen et Huntsman, 1970). En général, ces études révèlent que la rémunération croît avec la taille de l'entreprise. Plusieurs mesures de la taille ont été utilisées : le chiffre d'affaires, l'effectif des salariés, le total des actifs du bilan et la capitalisation boursière. Roberts (1956) a formalisé la relation entre la rémunération des dirigeants et la taille de l'entreprise par l'équation suivante :

$$\text{Ln}(\text{rémunération})_{it} = \alpha + \beta(\text{taille})_{it} + \varepsilon_{it},$$

où la variable « taille » de l'entreprise est mesurée par le volume des ventes réalisées. Il a examiné un échantillon de 1414 firmes pour la période 1935-1936. Il trouve que la rémunération des dirigeants est plus associée à la taille de l'entreprise qu'aux profits. Les recherches ultérieures qui ont testé ce modèle confirment la forte sensibilité de la rémunération à la taille de l'entreprise. Selon la recherche de Tosi, Werner, Katz et Gomez-Mejia (1998) la taille de la firme explique près de 50% de la variance de la rémunération des dirigeants alors que la performance dans plusieurs de ses mesures en explique près de 5%. En étudiant la rémunération des PDG de 755 entreprises canadiennes au cours de la période 1991-1995, Zhou (2000) confirme le résultat des études antérieures concernant la relation croissante entre la taille et la rémunération du dirigeant. En effet, la rémunération en espèces du CEO augmente de 0,25% pour une augmentation du volume des ventes de 1%. Cette élasticité est cohérente avec les résultats des études antérieures réalisées aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. De plus, l'auteur montre que l'élasticité de la rémunération du CEO par rapport au niveau des ventes est plus forte dans les plus grandes entreprises.

Dans une étude de synthèse, Rosen (1982, p. 186) conclut sur l'uniformité de cette relation à travers les entreprises, les secteurs d'activité, les pays et les périodes.

Toutefois, ces études révèlent un problème de colinéarité entre le profit et le chiffre d'affaires et elles ont tenté de concevoir des méthodes d'analyse pour pallier ce problème. En effet, Lewellen et Huntsman (1970) mesurent la rémunération, les ventes et les profits relativement aux actifs totaux de cinquante entreprises sur une période de 21 années (1942-1963). Ils notent que la rentabilité est plus significative pour expliquer la rémunération du CEO

lorsqu'elle est comparée à l'efficacité des ventes. Prasad (1974) a utilisé le même indice de pondération au lieu de la rémunération du principal dirigeant que Lewellen et Huntsman pour analyser la rémunération des groupes de dirigeants de 823 firmes opérant dans plusieurs secteurs d'activité. Ses résultats soutiennent ceux trouvés par Lewellen et Huntsman, c'est-à-dire la rentabilité s'impose comme le déterminant le plus influent sur la rémunération des groupes de dirigeants. Toutefois, Prasad note que l'efficacité des ventes est elle-même influencée par le facteur taille de l'entreprise. Smyth, Boyes et Peseau (1975) ont répliqué les premières recherches en utilisant des données sur la rémunération des dirigeants en 1971. Ils ont démontré que les deux variables, l'efficacité des ventes et la rentabilité influencent la rémunération des dirigeants.

Or, la mesure des ventes, du profit et de la rémunération relativement aux actifs de l'entreprise élimine virtuellement l'effet de la taille sur la rémunération. C'est la raison pour laquelle Ciscel et Carroll (1980) ont tenté de pallier ce problème. Pour ce faire, les auteurs procèdent en deux étapes. En premier lieu, ils régressent les profits sur les ventes et en calculent un score du profit résiduel en déduisant les profits prédits des profits observés. En second lieu, ils régressent la rémunération des dirigeants sur le profit résiduel et les ventes. En utilisant cette méthode, ils montrent que les ventes (l'effet taille) deviennent le déterminant prédominant pour expliquer la rémunération des CEO.

La taille de la firme est également un facteur qui influence la structure de la rémunération. Cependant l'intensité et le signe de cette relation varient selon les études (DeFusco, Johnson et Zorn, 1990 ; Smith et Watts, 1992 ; Mehran, 1995 ; Matsunga, 1995 ; Cormier et al. 1999 ; Core et Guay, 1999). A titre d'exemple, concernant l'ampleur des stock-options dans la rémunération globale du dirigeant, Smith et Watts (1992) et Core et Guay (1999) rapportent une relation négative, alors que Matsunga (1995) et Mehran (1995) ne trouvent pas d'association entre l'attribution des stock-options et la taille de la firme.

La théorie économique offre plusieurs perspectives pour tenter d'expliquer et de justifier le lien positif entre la rémunération du dirigeant et la taille de l'entreprise. D'abord, le capital humain des dirigeants est souvent mis en avant (Murphy, 1999). Les grandes entreprises sont plus complexes et, par conséquent, demandent les dirigeants les plus talentueux sur le marché des équipes dirigeantes. Ces entreprises proposent ainsi des rémunérations plus élevées pour attirer et maintenir ces talents (Rosen, 1982). Ensuite, les entreprises de grande taille disposent de ressources financières plus importantes que les entreprises de petite taille. Elles sont donc en capacité de proposer des rémunérations plus élevées (Finkelstein et Hambrick, 1989). Puis, les entreprises de grande taille disposent de plus de niveaux hiérarchiques. En

accord avec les apports de la théorie du tournoi, ces entreprises cherchent à maintenir un différentiel de rémunération significatif entre les niveaux hiérarchiques pour encourager la compétition entre les cadres pour obtenir un jour une promotion. Ainsi la rémunération serait une fonction croissante des niveaux hiérarchiques dans l'entreprise (Murphy, 1985).

Dans cette recherche, comme l'échantillon est composé des sociétés cotées, la capitalisation boursière annuelle moyenne a été retenue comme mesure de la taille des entreprises. Notons que la taille est théoriquement une estimation de l'ampleur de la complexité de la gestion d'une entreprise. Cette complexité dépend également de plusieurs facteurs, notamment le secteur d'activité et le degré d'internationalisation de l'entreprise.

La variable taille de l'entreprise correspond au logarithme de la capitalisation boursière moyenne de l'entreprise i pour l'exercice fiscal t .

$$[\text{Ln}(\text{capitalisation boursière moyenne}_{it})]$$

D'autres mesures de la taille sont utilisées dans les études antérieures comme le logarithme du chiffre d'affaires de l'entreprise, le logarithme des actifs totaux (Young et Tsai, 2008 ; Cormier, Landry et Magnan, 2005), la capitalisation boursière à la fin de l'exercice fiscal et le nombre des salariés de l'entreprise.

Tableau 52 : Statistiques descriptives des principaux éléments comptables (en milliers d'euros) des sociétés de l'échantillon sur 2002-2005

Variable	N	Moyenne	Ecart-type	Centiles		
				25	50	75
Total des actifs du bilan	713	26 309 039	114 834 012	337593	1 009 396	6 453 164
Chiffre d'affaires	686	5 902 280	12 223 849	322 874	870 561	4 742 250
Résultat net (part du groupe)	703	203 479	1 429 285	7 290	32 500	157 000
Résultat opérationnel	670	489 226	1 253 606	20 233	63 553	314 728
Capitalisation boursière moyenne	700	3 812 350	8 076 151	225 235	608 565	3 214 570

Source : Dardour A., base de données Infinancial, 2002-2005.

Le résultat net moyen des entreprises de l'échantillon (premier dirigeant) s'élève à environ 203 millions d'euros ce qui représente près de 7,7% du chiffre d'affaires moyen (7,5% pour la seule année 2005). Toutefois, l'écart type et les statistiques par centiles montrent une forte disparité entre les entreprises. A titre d'exemple, le premier quartile des entreprises dégage un résultat net inférieur à 7 290 K€, soit 3,5% du résultat net moyen de l'ensemble des entreprises contre 157 000 K€ au moins pour le dernier quartile ($\geq 77,15\%$ du résultat net moyen).

Le tableau 53 présente le nombre de salariés des sociétés de l'échantillon sur la période 2002-2005. Les effectifs des sociétés du CAC 40 sont nettement plus importants que ceux des sociétés du SBF 120 et des sociétés du SBF 250. Respectivement, l'effectif moyen s'élève à 97 593, 20 000 et 3 274 salariés. Les effectifs mondiaux des groupes du CAC 40 ne cessent de croître depuis 2002. En 2007, les entreprises du CAC 40 ont totalisé 4,7 millions de salariés, soit une progression de 3,1% par rapport à 2006 (les Echos, 28/08/2008). En revanche, il est difficile de connaître l'évolution des effectifs français des grands groupes internationaux puisque la publication de la décomposition géographique n'est pas obligatoire. L'internationalisation des groupes français tournés vers la conquête de nouveaux marchés et/ou la recherche de moindres coûts de production reste la raison principale de cette tendance. Plusieurs entreprises, notamment celles du CAC 40 ont installé de nouvelles unités de production en Chine ou dans d'autres pays de l'Europe de l'Est. Elles le font en général sans délocaliser leurs sites français, ce qui permet globalement de maintenir les effectifs. Mais la croissance des effectifs se fait essentiellement à l'étranger.

Tableau 53 : Nombre de salariés des sociétés de l'échantillon sur la période 2002-2005

	<i>N</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Centiles</i>		
				25	Médiane	75
CAC 40	132	97 593	85 694	36 021	77 311	123 593
SBF 120 (hors CAC 40)	268	20 000	44 056	3 591	6 011	16 772
SBF 250 (hors SBF 120)	314	3 274	4 963	556	1 686	3 821
SBF 250	714	26987	59062	1398	4495	19 000

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2002-2005.

Pour mieux contrôler l'effet de la taille de l'entreprise sur le niveau de la rémunération, les valeurs de l'échantillon ont été classées en quatre groupes de taille à partir des quartiles empiriques de la capitalisation boursière annuelle moyenne. Le premier groupe représente les entreprises de petite taille, le deuxième groupe les entreprises de taille moyenne, le troisième groupe les entreprises de grande taille et le quatrième les entreprises de très grande taille. Le tableau 54 met en évidence la répartition des sociétés de l'échantillon selon les indices de cotation et les groupes de taille en 2005.

Tableau 54 : Distribution des entreprises selon les indices de cotation et les groupes de taille en 2005

	CAC 40	SBF 120	SBF 250	Total
Petite	2	5	36	43
Moyenne	2	16	26	44
Grande	2	33	8	43
Très grande	27	12	5	44
Total	33	66	75	174

Source : Dardour A, base de données Infinancial, 2002-2005.

Dans un premier temps, nous procédons à une analyse descriptive de la rémunération en espèces, de la rémunération globale et de la part de la rémunération incitative des dirigeants appartenant à l'échantillon. Dans un second temps, nous présentons les résultats des régressions année par année et des régressions générales menées sur nos modèles d'analyse.

3.2.1.1 Niveau de la rémunération en espèces et la taille de l'entreprise

Les tableaux 55 à 58 présentent les statistiques descriptives de la variable rémunération en espèces du premier dirigeant selon les quartiles des mesures de la taille de la société. Nous avons défini quatre mesures de la taille de l'entreprise : le total des actifs du bilan de la société ou du groupe, l'effectif des salariés, la capitalisation boursière annuelle moyenne et le chiffre d'affaires.

Tableau 55 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction du total des actifs du bilan sur la période 2002-2005.

Taille*	N**	Total des actifs en millions d'euros		N	Rémunération en espèces/Total des actifs en %			Rémunération en espèces du premier dirigeant en €	
		Moyenne	Médiane		Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Moyenne	Médiane
Petite	184	461	201	144	0,233	0,156	0,193	334 346	272 244
Moyenne	178	602	574	141	0,083	0,061	0,086	475 344	339 177
Grande	176	2 429	1 753	154	0,047	0,035	0,042	955 381	776 293
Très grande	175	103 074	24 224	157	0,006	0,005	0,006	1 503 981	1 563 381

* Les observations sont classées en quatre groupes selon le quartile - N** nombre d'observations

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés cotées au SBF 250, 2002-2005.

Tableau 56 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction de l'effectif des salariés sur la période 2002-2005.

Taille*	N**	Effectif des salariés		N	RE/Effectif salarié (euros/salarié)			RE du premier dirigeant en €	
		Moyenne	Médiane		Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Moyenne	Médiane
Petite	180	626	565	142	1175	611	1273	428 300	291 450
Moyenne	194	3 009	3 021	161	176	121	159	504 321	335 000
Grande	158	9 861	8 460	135	91	58	93,5	800 970	595 821
Très grande	177	96 041	69 594	160	25	20,2	19,6	1 564 470	1 563 907

* Les observations sont classées en quatre groupes selon le quartile

** Nombre des observations

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2002-2005.

Tableau 57 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction de la capitalisation boursière sur la période 2002-2005.

Taille*	N**	Capitalisation boursière moyenne en millions d'euros		N	RE/Capitalisation boursière moyenne			RE du premier dirigeant en €	
		Moyenne	Médiane		Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Moyenne	Médiane
Petite	149	147,82	146,71	118	0,247	0,184	0,241	306 759	245 489
Moyenne	150	423,56	400,68	124	0,113	0,091	0,080	472 402	362 878
Grande	150	1 687,28	1 435,50	131	0,063	0,047	0,053	936 997	795 488
Très grande	150	14 666,62	11 274,21	140	0,017	0,014	0,012	1 674 942	1 669 175

* Les observations sont classées en quatre groupes selon le quartile

** : nombre des observations

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2002-2005.

Tableau 58 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction du chiffre d'affaires sur la période 2002-2005

Taille*	N**	Chiffre d'affaires en millions d'euros		N	RE/Chiffre d'affaires			RE du premier dirigeant en €	
		Moyenne	Médiane		Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Moyenne	Médiane
Petite	174	192,55	142,83	135	0,63	0,16	2,43	276 212	241 300
Moyenne	172	534,81	504,93	138	0,111	0,086	0,010	596 292	438 175
Grande	168	1 860,34	1 492,81	145	0,05	0,037	0,042	893 087	737 122
Très grande	171	21 113,64	13 700	150	0,01	0,008	0,008	1 564 373	1 579 571

* Les observations sont classées en quatre groupes selon le quartile

** Nombre des observations

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2002-2005.

L'étude comparative du niveau de la rémunération en espèces des dirigeants, selon les quartiles de la taille de l'entreprise, montre que le montant de la rémunération croît avec la taille de l'entreprise et ceci quelle que soit la mesure de taille retenue. A titre d'exemple, la rémunération moyenne des dirigeants appartenant aux sociétés de petites capitalisations boursières représente 64,93%, 32,73% et 18,31% de la rémunération moyenne des dirigeants du deuxième, troisième et quatrième quartile respectivement. Au contraire, lorsque nous

observons le ratio rémunération en espèces sur la taille de l'entreprise dans ses différentes mesures, nous remarquons que ce ratio décroît avec la taille. En effet, classées selon les quartiles de la capitalisation boursière moyenne, les entreprises du quatrième quartile accordent à leurs dirigeants une rémunération en espèces équivalente à 0,017% de la capitalisation boursière contre 0,247% pour les sociétés du premier quartile.

Concernant la variation de la rémunération, le tableau 59 met en évidence la moyenne et la médiane de la rémunération en espèces (en milliers d'euros) accordée au premier dirigeant selon les quartiles de la capitalisation boursière annuelle moyenne.

Tableau 59 : Rémunération en espèces du premier dirigeant selon les quartiles de la taille

		Petite	Moyenne	Grande	Très grande
		RE en K€	RE en K€	RE en K€	RE en K€
2002	Moyenne	324	346	905	1 471
	Médiane	216	272	769	1 565
2003	Moyenne	312	470	960	1 768
	Médiane	239	413	875	1 823
2004	Moyenne	299	543	938	1 809
	Médiane	267	436	854	1 949
2005	Moyenne	296	475	940	1 638
	Médiane	274	335	756	1 470

RE : rémunération en espèces

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2002-2005.

A partir du tableau 59, nous déterminons l'évolution de la rémunération en espèces des dirigeants. Les résultats sont synthétisés dans les tableaux 60 et 61 :

Tableau 60 : Evolution de la rémunération en espèces moyenne sur la période 2002-2005

	Groupe de taille selon la capitalisation boursière			
	Petite	Moyenne	Grande	Très grande
Variation 2003/2002	-3,70%	35,90%	6,10%	20,23%
Variation 2004/2003	-4,10%	15,50%	-11,04%	2,28%
Variation 2005/2004	-0,90%	-12,60%	0,17%	-9,40%

Tableau 61: Evolution de la rémunération en espèces médiane sur la période 2002-2005

	Groupe de taille selon la capitalisation boursière			
	Petite	Moyenne	Grande	Très grande
Variation 2003/2002	10,40%	51,80%	13,76%	16,48%
Variation 2004/2003	11,68%	5,48%	-2,40%	6,93%
Variation 2005/2004	2,85%	-23,19%	-11,48%	-24,59%

Source : Dardour A, rapports annuels des sociétés, 2002-2005.

Les taux de variation de la rémunération en espèces sont calculés à partir de 109, 159, 158 et 174 observations respectivement pour les années 2002, 2003, 2004 et 2005. La comparaison de la variation de la rémunération en espèces est difficile puisque les mêmes observations ne sont pas disponibles sur les quatre années. En tenant compte de cette remarque, il est possible de comparer le taux d'évolution de la rémunération en espèces en 2004 par rapport à 2003 puisque nous avons un nombre d'observations équivalent pour ces deux années.

La rémunération en espèces médiane a connu une hausse en 2004 par rapport à 2003 dans les différents groupes de taille, excepté pour les entreprises de grande taille où elle a baissé de 2,4%. Selon la taille de la société, le niveau de hausse de la rémunération est inégal. Il atteint 11,68% pour les entreprises de petite taille contre 5,48% et 6,93% respectivement pour les entreprises de moyenne taille et les entreprises de très grande taille.

3.2.1.2 Le niveau de la rémunération globale et la taille de l'entreprise

Après avoir analysé la rémunération en espèces des dirigeants, nous décrivons les statistiques de la rémunération globale. Cette dernière est composée de la valeur des stock-options estimée par le modèle Black et Scholes (1973) et de la rémunération en espèces. Des régressions simples de la rémunération globale sur la variable explicative « TAILLE » pour les trois indices de cotation de l'entreprise pendant la période de l'étude ont été réalisées. Le modèle d'analyse se présente comme suit :

$$\text{Ln}(\text{rémunération globale})_{it} = \alpha + \beta \text{Ln}(\text{TAILLE})_{it} + \varepsilon_{it}$$

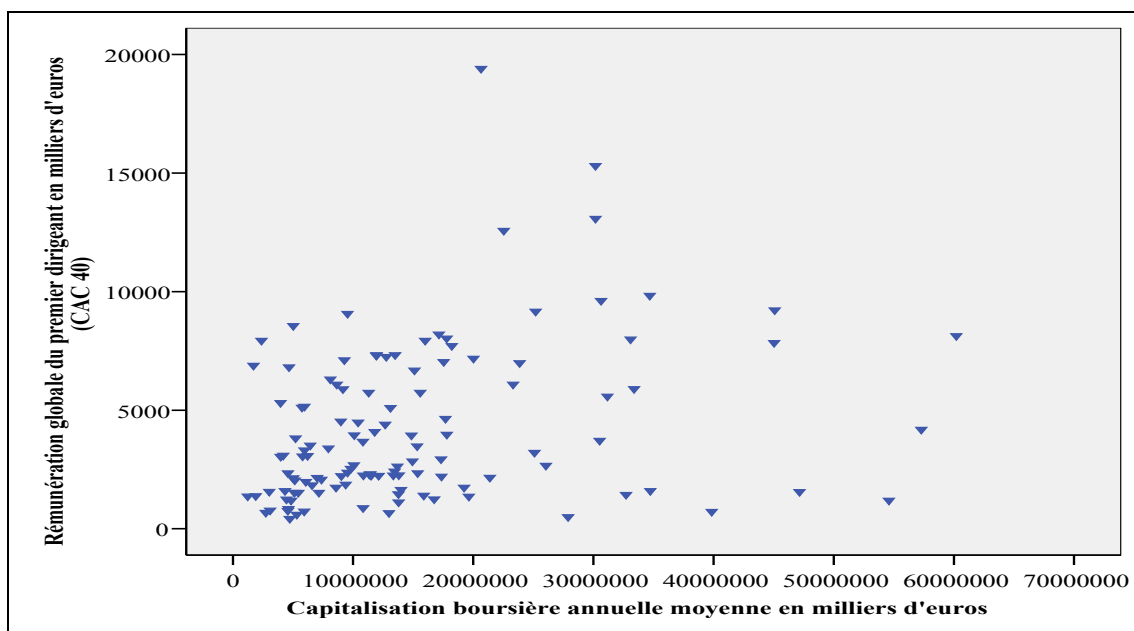
Où i = le premier dirigeant de entreprise i et t = année.

La variable TAILLE_{it} permet de tenir compte de l'effet de la taille d'une société sur le niveau de la rémunération globale de son premier dirigeant. Elle est mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière moyenne.

Le coefficient β mesure la sensibilité de la rémunération globale à la taille de l'entreprise. Les résultats de ces régressions sont présentés par indice de cotation des sociétés de l'échantillon.

A/ Les sociétés cotées au CAC 40

Les régressions année par année affichent des coefficients β respectivement de 0,359 ; 0,609, 0,465 et 0,325 en 2002, 2003, 2004 et 2005. Ce coefficient est de 0,385 lorsque nous effectuons une régression générale sur l'ensemble des observations de la période 2002-2005. Nous observons une tendance à la hausse de la rémunération avec la taille de l'entreprise. Nous constatons que les rémunérations restent assez concentrées, entre 2000 et 8000 milliers d'euros, alors que les capitalisations boursières moyennes sont concentrées au dessous de 20 milliards d'euros.

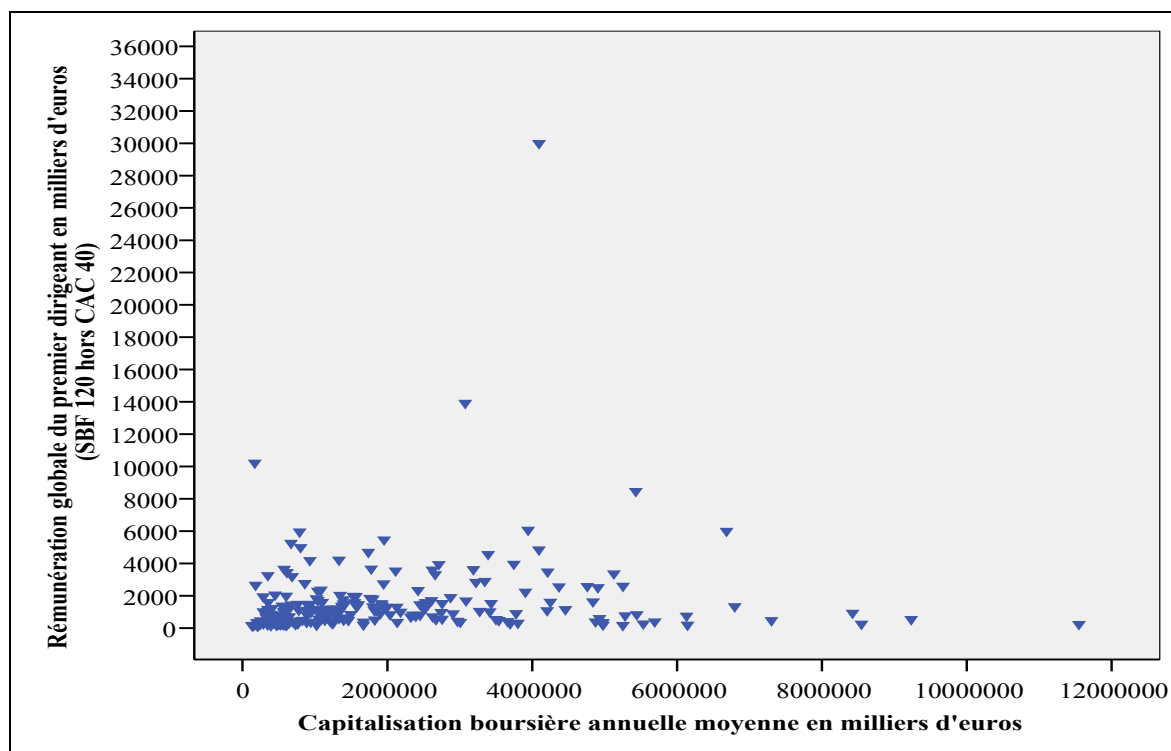


Graphique 19 : Distribution de la rémunération globale des premiers dirigeants des sociétés du CAC 40 selon la capitalisation boursière moyenne (2002-2005)

B/ Les sociétés cotées au SBF 120 (hors CAC 40)

Comme pour les sociétés du CAC 40, une régression est effectuée sur les observations de la rémunération globale du premier dirigeant des sociétés du SBF 120 hors CAC 40. L'élasticité

de la rémunération globale par rapport à la taille de l'entreprise s'élève à 0,404. Le graphique 20 montre que la quasi-totalité des entreprises du SBF 120 dispose d'une capitalisation boursière inférieure à 6 milliards d'euros avec une forte concentration des entreprises autour de 2 milliards d'euros. Les rémunérations globales des dirigeants dépassent rarement le seuil des 6 millions d'euros et sont davantage concentrées au dessous de 2 millions d'euros.



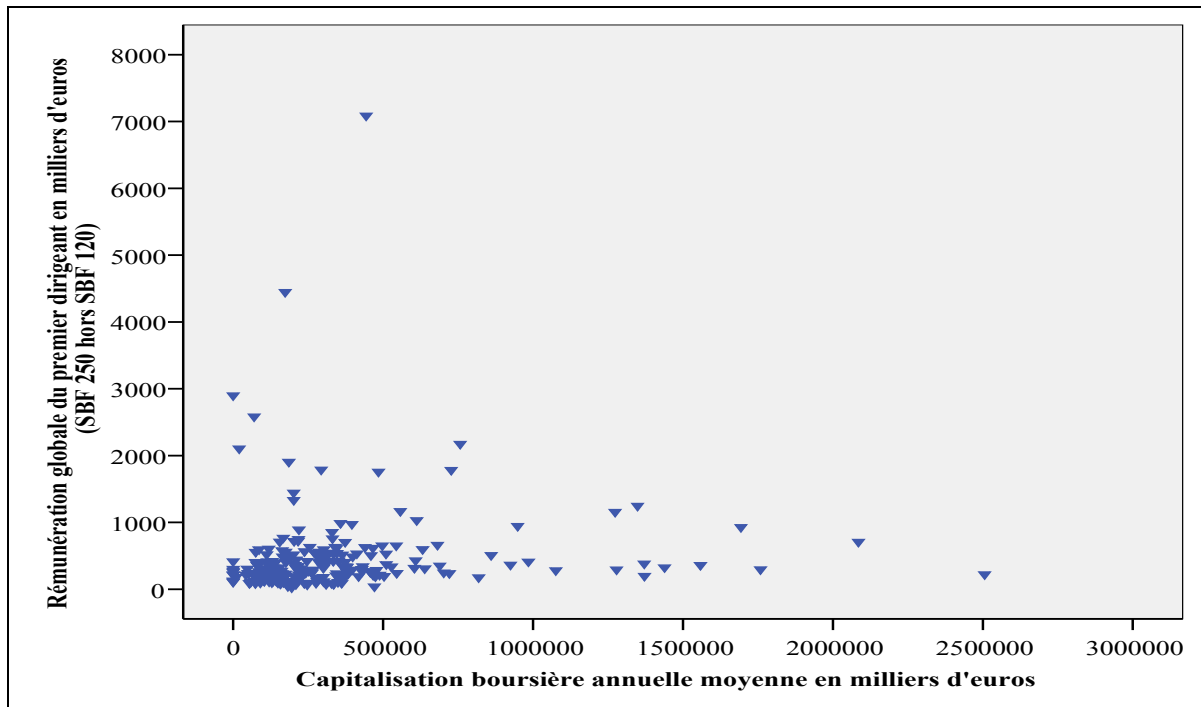
Graphique 20 : Distribution de la rémunération globale des premiers dirigeants des sociétés du SBF 120 hors CAC 40 selon la capitalisation boursière moyenne (2002-2005)

C/ Les sociétés cotées SBF 250 hors SBF 120

La capitalisation boursière moyenne des sociétés cotées au SBF 250 hors SBF 120 sur la période 2002-2005 est souvent inférieure à 1 milliards d'euros. La rémunération globale du premier dirigeant de ces sociétés dépasse rarement le seuil d'un million d'euros. La rémunération globale augmente de 2,17 % lorsque la taille augmente de 10 %.

L'équation du modèle de régression s'écrit de la façon suivante :

$$\text{Ln (rémunération globale en milliers d'euros)} = 3,096 + 0,217 \text{ ln (capit. boursière en K€)}$$



Graphique 21 : Distribution de la rémunération globale des premiers dirigeants des sociétés du SBF 250 hors SBF 120 selon la capitalisation boursière (2002-2005)

Afin de contrôler l'effet temps, nous introduisons quatre variables muettes permettant de distinguer l'année d'observation de la rémunération globale des dirigeants. Le modèle se présente comme suit :

$$\text{Ln}(\text{rémunération globale})_{it} = \alpha + \beta \text{Ln}(\text{TAILLE})_{it} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \text{année} + \varepsilon_{it},$$

Avec $a = 2002, 2003, 2004$ et 2005

La régression linéaire montre une relation positive et significative au seuil de 1% entre la taille de l'entreprise et la rémunération globale des dirigeants. En effet, le coefficient β s'élève à 0,524, c'est-à-dire que la rémunération globale augmente de 5,24% lorsque la taille de l'entreprise croît de 10%. Concernant l'effet temps, la rémunération globale ne diffère pas sensiblement sur la période de l'étude excepté pour l'année 2003 où elle est plus élevée par rapport à 2002.

3.2.1.3 La rémunération incitative et la taille de l'entreprise

Nous avons exposé ci-dessus le lien entre le niveau de la rémunération en espèces et de la rémunération globale et la taille de l'entreprise. Les résultats montrent clairement que le niveau de la rémunération des dirigeants croît avec la taille de l'entreprise. Mais il est plus important de mettre l'accent sur la structure de la rémunération des dirigeant. Autrement dit,

Quelle est la part de la rémunération incitative (ci-après REMINCIT) dans la rémunération globale du dirigeant ? Cette variable est intéressante puisqu'elle permet d'identifier la répartition entre part fixe et part incitative de la rémunération. Le ratio REMINCIT Correspond au bonus annuel plus la valeur potentielle des stock-options et des actions attribuées au dirigeant au titre de l'année n divisé par le montant de la rémunération globale. Il représente en moyenne (médiane) 44,51% (43,74%) de la rémunération globale des dirigeants sur la période 2002-2005. Le tableau 62 présente les principales statistiques du ratio REMINCIT.

Tableau 62 : Ratio REMINCIT des dirigeants du SBF 250 sur la période 2002 à 2005

Observations	453
Moyenne	44,51%
Médiane	43,74%
Ecart-type	29,89%
Minimum	0
Maximum	98%

La comparaison de l'évolution de cette proportion sur les années de l'étude est difficile puisque le nombre d'observations est variable d'une année à l'autre. Néanmoins, la comparaison peut se faire selon les quatre groupes de taille de l'entreprise déterminés en fonction des quartiles de la capitalisation boursière moyenne. Le tableau 63 donne la répartition du ratio REMINCIT selon les groupes de taille.

Tableau 63 : Ratio REMINCIT des dirigeants du SBF 250 selon les quartiles de la taille

Quartiles de la capitalisation boursière moyenne 2002-2005	N	REMINCIT Moyenne
Petite	79	28,19%
Moyenne	77	39,09%
Grande	113	46,63%
Très grande	118	64,13%
Total	387	

Pour confirmer les résultats des statistiques descriptives du ratio REMINCIT, l'hypothèse nulle testée est la suivante :

H_0 : Il n'y a pas de différence dans la part de la rémunération incitative des premiers dirigeants à travers les quatre groupes de taille de l'entreprise.

Le tableau 64 résume les résultats du test non paramétrique Kruskal-Wallis pour k échantillons indépendants.

Tableau 64 : Test de Kruskal-Wallis du ratio REMINCIT selon la taille de l'entreprise

Quartiles de la capitalisation boursière moyenne 2002-2005	N	REMINCIT Rang moyen
Petite	79	124,68
Moyenne	77	164,58
Grande	113	193,49
Très grande	118	260,09
Total	387	

N : nombre d'observations par quartile de taille

Test ^(b)

	REMINCIT
Khi-deux	76,942
ddl	3
Signification asymptotique	,000

(b) Critère de regroupement : Quartiles de la capitalisation boursière annuelle moyenne

Le test de Kruskal-Wallis a été appliqué à 79 entreprises de petite taille, 77 entreprises de taille moyenne, 113 entreprises de taille moyenne et à 118 entreprises de grande taille. La valeur de p est hautement significative. Par conséquent, l'hypothèse nulle est rejetée. On peut conclure qu'il y a une différence significative du niveau du ratio REMINCIT à travers les quatre groupes de taille. Le même test a été appliqué aux quatre groupes d'entreprises classées selon les quartiles des actifs totaux du bilan, le nombre de salariés de l'entreprise et le chiffre d'affaires. La valeur de p de ces tests est hautement significative ($p = 0,00$). En conclusion, quelle que soit la mesure de taille de l'entreprise, il existe une différence significative dans la structure de la rémunération entre les différents groupes de taille.

Pour résumer, il apparaît clairement que la part de la rémunération incitative du premier dirigeant de l'entreprise suit une fonction croissante de la taille de l'entreprise. Les entreprises de très grande taille ont significativement un ratio REMINCIT plus élevé que celui des entreprises de grande, moyenne ou petite taille.

Comme présentée ci-dessus, la rémunération incitative est composée essentiellement de la valeur des stock-options et du bonus annuel. Il est en effet intéressant de connaître le poids de chacune de ces composantes dans la rémunération globale des dirigeants.

* Le poids des stock-options

La part des stock-options, ci-après REMOPTIONS, correspond à la valeur des stock-options attribuées au dirigeant au cours de l'année n rapportée à la rémunération globale de ce dernier. Sur la période de l'étude, seulement 29,4% (213 attributions sur 724 théoriques) des dirigeants des sociétés du SBF 250 ont obtenu des stock-options. Le tableau 65 met en évidence le volume des options attribuées aux dirigeants sur la période allant de 2002 à 2005.

Tableau 65 : Volume des stock-options attribuées aux dirigeants du SBF 250

Indice	N	Nombre Moyen des options	Ecart-type En nombre	Centiles		
				25	Médiane	75
SBF 250	213	146 182	202 670	29 000	80 000	160 000

N : nombre des attributions de stock-options.

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2006.

Le nombre des stock-options attribuées aux dirigeants varie entre 3500 et 1 200 000 options. La publication de la valeur des stock-options attribuées aux dirigeants n'était pas obligatoire avant l'entrée en vigueur de la norme IFRS 2 concernant la comptabilisation en charges de la juste valeur des instruments de paiement en actions dont les stock-options. Nous avons évalué les stock-options à la date du 30 juin 2006. Le choix de cette date est arbitraire et correspond à l'achèvement de la collecte des données nécessaires à cette évaluation. A cette date 189 attributions ont une valeur potentielle positive. Le ratio REMOPTIONS moyen s'élève à 57,77%. Le tableau 66 donne les principales statistiques du ratio REMOPTIONS.

Tableau 66 : Poids des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants

Indice	N	Ratio REMOPTIONS moyen	Ecart- type	Centiles		
				25	Médiane	75
SBF 250	189	57,77%	23,49%	35,42%	56,94%	71,95%

N : nombre des attributions d'options ayant une valeur potentielle positive

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2006.

* Le poids du bonus annuel

La part du bonus annuel, ci-après REMBONUS, correspond au bonus annuel divisé par la rémunération globale du dirigeant. Il varie entre 0 et 100%. Les dirigeants qui n'ont pas

obtenu de bonus sur la période représentent 10,1% des observations disponibles. Le tableau 67 présente les principales statistiques descriptives.

Tableau 67 : Part du bonus annuel dans la rémunération globale des dirigeants

Indice	N	Ratio moyen	Ecart-type	Centiles		
				25	Médiane	75
SBF 250	424	26,55%	20,28%	11,69%	23,42%	37,24%

Dans les rapports annuels, plusieurs entreprises déclarent retenir la rémunération fixe comme assiette du bonus annuel du dirigeant. Le comité des rémunérations recommande souvent une fourchette à l'intérieur de laquelle doit se situer le bonus annuel. La part du bonus annuel varie de 0 à 961% de la rémunération fixe. Le pourcentage médian de cette part croit avec la taille de l'entreprise. En effet, il atteint 31% pour les petites entreprises et jusqu'à 101% pour les dirigeants des très grandes sociétés. Le tableau 68 expose le pourcentage du bonus annuel par rapport à la rémunération fixe en fonction des groupes de taille déterminés selon les quartiles de la capitalisation boursière annuelle moyenne.

Tableau 68 : Ratio bonus annuel / rémunération fixe des dirigeants du SBF 250

Taille	N	Ratio moyen	Ecart-type	Centiles		
				25	Médiane	75
Petite	60	77,61%	150%	19%	31%	58,47%
Moyenne	70	72,28%	113,7%	22,13%	41,27%	65,58%
Grande	107	71,55%	53,5%	27,83%	67,15%	100%
Très grande	118	112%	82%	62,73%	101%	140,1%
SBF 250	417	81,37%	98%	24,91%	55%	106,24%

Source : Dardour A., rapports annuels des sociétés, 2006.

3.2.2 Le secteur d'activité

Les recherches antérieures indiquent qu'il existe des différences structurelles intersectorielles en matière de rémunération des dirigeants (Balkin et Gomez-Mejia 1987 ; Finkelstein et Hambrick, 1990 ; Fisher et Govindarajan, 1992 ; O'Reilly, Main et Crystal, 1988).

Le tableau 69 présente la distribution des entreprises de l'échantillon selon la nouvelle nomenclature internationale ICB « *Industry Classification Benchmark* » proposée par FTSE Group et Dow Jones Indexes en 2005 et qui a pris effet depuis le 2 janvier 2006. Cette nomenclature distingue deux niveaux de classement : « l'industrie » qui subdivise les sociétés en 10 grands groupes et « les secteurs » à proprement parler qui sont des subdivisions des

industries et qui sont au nombre de 27. Certains secteurs d'activité sont sous-représentés : matières premières, chimie et télécommunications. Afin d'éviter que des effectifs très faibles ne faussent les résultats de l'étude comparative de la rémunération selon le secteur d'activité, les 18 secteurs d'activité ont été regroupés en dix secteurs comme suit :

Les « industries » qui regroupent le bâtiment et les matériaux de construction, le pétrole et le gaz, les biens et services industriels, l'automobile et les équipementiers, la chimie et les matières premières; « les sociétés financières » qui regroupent les banques, les assurances et les services financiers, les « services aux collectivités et le transport industriel », la « distribution » qui regroupe les distributeurs spécialisés et les distributeurs généralistes. Les six autres secteurs sont maintenus inchangés. Une série de dix variables muettes qui prennent la valeur 1 si l'entreprise *i* est classée dans le secteur d'activité correspondant et la valeur 0 sinon, est utilisée.

La répartition des 181 entreprises cotées au SBF 250 en dix secteurs d'activité est assez inégale. En effet, certains secteurs sont sous-représentés : les voyages & les loisirs et la distribution, par exemple. En revanche, le nombre d'observations du secteur le moins représenté (les voyages & loisirs) dépassera les 10 observations sur toute la période de l'étude (8 x 4 ans = 32 observations), seuil minimum pour pouvoir intégrer ce secteur dans nos modèles d'analyse.

Tableau 69 : Distribution des entreprises de l'échantillon selon le secteur d'activité

Secteur d'activité	Fréquence	Pourcentage
Assurances, Banques et services financiers	23	12,7
Biens de consommation	24	13,3
Distribution	11	6,1
Electronique et équipement électriques	17	9,4
Equipements et services de santé	12	6,6
Industries	38	21,0
Logiciels et services informatiques	20	11,0
Médias et publicité	16	8,8
Services aux collectivités - Transport industriel	12	6,6
Voyages et loisirs	8	4,4
Total	181	100,0

Pour montrer l'influence du secteur d'activité sur la rémunération des dirigeants, nous avons choisi d'étudier la rémunération en espèces et la part de la rémunération incitative (REMINCIT). Cette étude préalable nous permet de valider notre choix d'introduire les

variables muettes « secteur d'activité » comme variables de contrôle dans nos modèles d'analyse.

3.2.2.1 La rémunération en espèces et le secteur d'activité

Le tableau 70 présente les statistiques descriptives de la variable « rémunération en espèces » du premier dirigeant des sociétés de l'échantillon pour la période 2002-2005 selon le secteur d'activité.

Tableau 70 : Rémunération en espèces du premier dirigeant (en milliers d'euros) selon le secteur d'activité sur la période 2002 à 2005

Secteurs d'activité.	N	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
Industries	129	940	794	9	4 021
Biens de consommation	85	958	706	99	2 494
Assurances, banques et services financiers	80	928	806	116	3 300
Logiciels et services informatiques	67	532	505	24	2 881
Electronique et équipements électriques	43	909	754	91	2 848
Médias et publicité	55	1 192	926	88	3 431
Equipements et services de santé	40	339	139	99	768
Distribution généraliste et spécialisée	27	738	993	70	3 216
Services aux collectivités - Transport industriel	39	653	729	86	2 541
Voyages et loisirs	26	629	515	184	2 004
Total	600	835	763	9	40 21

N : nombre des observations.

Le niveau de la rémunération en espèces des dirigeants varie d'un secteur à l'autre, mais également à l'intérieur de chacun des secteurs. Une comparaison des moyennes du niveau de la rémunération en espèces des dirigeants à travers les dix secteurs d'activité a été effectuée. L'analyse de variance suivant un seul facteur (*one way ANOVA*) permet de comparer les moyennes de k groupes indépendants.

L'hypothèse nulle à tester est la suivante :

$$H_0 : \text{les moyennes } \mu_i \text{ sont égales}$$

i allant de 1 à 10

Lorsque la valeur p est inférieure au seuil de signification α , cette hypothèse nulle est rejetée.

Dans ce cas, au moins une des k moyennes est différente.

L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes est fortement rejetée ($F= 6,67$ et $P = 0,000$). Autrement dit, les moyennes diffèrent de façon significative. Après avoir mis en évidence une différence significative des moyennes entre les 10 groupes, un test de Bonferroni a été réalisé pour identifier les différences significatives entre les secteurs deux à deux. Les résultats du test *Post Hoc* se présentent comme suit :

Tableau 71 : Test Bonferroni de comparaisons multiples - variable dépendante : Logarithme de la rémunération en espèces du premier dirigeant pour la période 2003-2005.

Différence* (Secteur i (moins) secteur j)	Différence de moyennes (I-J)**	Intervalle de confiance à 95% pour la moyenne (Bonferroni)
Industries – Distribution	0,79	(0,11 ; 1,48)
Industries – Logiciels et services informatiques (LSI)	0,62	(0,12 ; 1,12)
Industries – Equipements et services de santé	0,72	(0,12 ; 1,31)
Biens de consommation – LSI	0,61	(0,072 ; 1,15)
Biens de consommation – Equipements et services de santé	0,70	(0,082 ; 1,33)
Biens de consommation - Distribution	0,78	(0,073 ; 1,5)
Sociétés financières – LSI	0,63	(0,089 ; 1,18)
Sociétés financières – Equipements. et services de santé	0,73	(0,1 ; 1,36)
Sociétés financières – Distribution	0,81	(0,09 ; 1,53)
Médias - publicité – LSI	0,8	(0,20 ; 1,40)
Médias – Distribution	0,98	(0,22 ; 1,74)
Médias - Services aux collectivités et transport industriel	0,74	(0,06 ; 1,42)
Médias - Equipements et services de santé	0,90	(0,22 ; 1,58)

* Les différences non significatives ne sont pas reportées dans ce tableau.

** Les différences sont significatives au seuil de 5%.

Le tableau 71 expose les différences de moyennes significatives pour chaque couple de secteurs. Les intervalles de confiance de Bonferroni précisent les bornes inférieures et supérieures qui cantonnent à 95% les valeurs de la différence de moyennes des variables étudiées par chacun des deux groupes d'entreprises. La différence de moyenne la plus forte comparativement aux douze autres est celle constatée entre le secteur des « Médias » et celui de la « Distribution » (0,98), suivi par celle enregistrée par le secteur des « Médias » et le secteur des « Equipements et services de santé ».

3.2.2.2 La part de la rémunération incitative et le secteur d'activité

La comparaison des moyennes du ratio REMINCIT entre les différents secteurs d'activité des sociétés de l'échantillon permet d'avoir une idée préalable sur l'ampleur de l'utilisation des rémunérations incitatives en fonction du secteur d'activité.

Le tableau 72 affiche la moyenne, l'écart type et la médiane de la part de la rémunération incitative du premier dirigeant par secteur d'activité.

Tableau 72 : Ratio REMINCIT selon le secteur d'activité sur la période 2002-2005.

	N	Moyenne en %	Ecart-type en %	Médiane en %	Max en %
Industries	105	51,4	28,7	57,4	95
Biens de consommation	63	46,3	29,8	53,6	91
Sociétés financières ⁽¹⁾	75	51,9	31,1	52,7	96
Logiciels et services informatiques	39	41,5	30,5	39,5	98
Electronique et équipements électriques	40	45,1	27,7	46,3	90
Médias et publicité	36	47,5	28,3	51,9	95
Equipements et services de santé	33	28,2	22,6	22,5	83
Distribution généraliste et spécialisée	11	21,9	28,3	11,8	95
Services aux collectivités - Transport industriel	34	31,2	28,7	23,1	87
Voyages et loisirs	17	33,2	28,8	30,1	86
Total	453	44,5	29,9	43,7	98

Ps : le minimum est égal à 0 pour l'ensemble des secteurs d'activité. Autrement dit, pour chaque secteur et pour la période 2002 à 2005 au moins un principal dirigeant de l'échantillon n'a pas reçu de rémunération incitative.

⁽¹⁾ Assurances, banques et services financiers.

La part moyenne (médiane) de la variable REMINCIT du premier dirigeant de l'ensemble des sociétés de l'échantillon (181 sociétés) sur la période de l'étude 2002-2005 s'élève à 44,5% (43,7%). Le secteur financier enregistre la moyenne la plus élevée par rapport aux autres secteurs, soit 51,9%. Le secteur des industries affiche une moyenne proche de celle du secteur financier (51,4%) mais une médiane plus importante (57,4%). A l'opposé, le secteur de la distribution présente un ratio REMINCIT moyen (médian) relativement faible, soit 21,9% (11,8%). Autrement dit, la rémunération incitative attribuée à la moitié des dirigeants des entreprises de ce secteur pour la période 2002-2005 représente moins de 11,8% de la rémunération globale.

L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes est rejetée ($F= 4,309$ et $P = 0,000$). Par conséquent, les moyennes du ratio REMINCIT diffèrent de façon significative pour certains secteurs d'activité par rapport à d'autres. Le test Bonferroni confirme la significativité statistique de cette différence pour chacun des deux secteurs tour à tour. Les différences significatives au seuil de 5% sont reportées dans le tableau suivant :

Tableau 73 : Test Bonferroni de comparaisons multiples - variable dépendante : Ratio rémunération incitative sur rémunération globale du premier dirigeant.

Différence* (Secteur i (moins) secteur j)	Différence de moyennes (i-j) en %	Intervalle de confiance à 95% pour la moyenne (Bonferroni)
Industries - Services aux collectivités et transport industriel	20,15**	(1,4 ; 38,9)
Industries - Equipements et services de santé	23,16*	(4,1 ; 41,1)
Industries – Distribution	29,5***	(-0,5 ; 59,6)
Sociétés financières - Services aux collectivités et transport industriel	20,6**	(1,0 ; 40,3)
Sociétés financières - Equipements. et services de santé	23,6*	(3,89 ; 43,5)
Sociétés financières – Distribution	30***	(-0,6 ; 60,7)

*, **, *** indiquent que la différence de moyenne est respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%. Les différences non significatives ne sont pas reportées dans ce tableau.

Le test de Bonferroni confirme la significativité de la différence des moyennes pour chaque couple de secteurs et montre que celle observée entre le secteur financier et celui de la distribution est la plus élevée par rapport aux quatre autres différences significatives.

En conclusion, l'examen de la distribution des moyennes de la rémunération en espèces et du ratio REMINCIT montre que le secteur d'activité influence le niveau mais également la structure de la rémunération du premier dirigeant. Par conséquent, l'inclusion de la variable de contrôle « secteur d'activité » dans les modèles d'analyse paraît nécessaire pour tester avec davantage de précision les hypothèses de cette recherche.

3.2.3 L'âge du dirigeant

L'âge médian (moyen) des dirigeants des sociétés du SBF 250 sur toute la période de l'étude s'élève à 54 ans (53,5 ans). Les trois quarts des dirigeants ont moins de 59 ans.

Tableau 74 : Age des dirigeants du SBF 250 sur la période 2002-2005

Nombre des observations	Moyenne (en année)	Ecart-type	Centiles			Min	Max
			25	Médiane	75		
657	53,5	8	48	54	59	33	75

Source : Dardour, rapports annuels des sociétés, 2006.

La comparaison de l'âge par indice de cotation montre que les dirigeants des sociétés du CAC 40 sont plus âgés par rapport à ceux des entreprises du SBF 250 hors CAC 40. L'âge du dirigeant est lié à la taille de l'entreprise qui est un facteur déterminant de la rémunération. Les dirigeants les plus âgés dirigent de plus grandes entreprises que les plus jeunes (voir tableau n° 76 des corrélations ci-dessous).

Tableau 75 : Age du premier dirigeant au 31/12/2005 selon l'indice de cotation

	Nombre des observations	Moyenne (en année)	Ecart-type	Médiane
CAC 40	33	58,45	6,07	58
SBF 120 (hors CAC 40)	66	54,94	7,81	55
SBF 250 (hors SBF 120)	67	53,27	8,26	54

Source : Dardour, rapports annuels des sociétés, 2005.

Le tableau 76 des corrélations entre l'âge du dirigeant et les différentes mesures de la rémunération montre que le coefficient le plus élevé concerne la relation entre l'âge et la rémunération fixe (0,223). Il est également significatif avec la rémunération en espèces et la rémunération globale. En revanche, la corrélation est non significative quand il s'agit du bonus annuel et de la part de la rémunération incitative.

Tableau 76 : Corrélations entre la variable âge et les mesures de la rémunération

		Ln (RF)	Ln (BA)	Ln (RE)	Ln (RG)	REMI NCIT	Ln (Taille)
Age du dirigeant	C. de Pearson	,223**	,081	,131**	,086*	-0,071	,184**
	Sig.	,000	,125	,002	,044	0,148	,000
	N	419	359	551	550	418	555

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

3.3 Les variables de mesure de la performance de l'entreprise

◆ Le rendement des actifs

La variable ROA désigne le ratio du rendement des actifs correspondant au résultat net divisé par le total des actifs de l'entreprise. Le rendement des actifs moyen pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon sur la période de l'étude s'élève à 3,67%. Le tableau 77 met en évidence la forte variabilité du niveau du ratio ROA intra secteur d'activité, mais aussi inter secteurs d'activité. En effet, certains secteurs d'activité comme les « Logiciels et services informatiques », les « Equipements et services de santé » ou encore les « Médias et publicité » présentent un écart-type du ROA fortement élevé par rapport à la moyenne.

Tableau 77 : Rendement des actifs des sociétés de l'échantillon (période 2002-2005)

	N	Moyenne en %	Médiane en %	Ecart-type en %
Industries	152	3,32	3,79	5,45
Biens de consommation	96	4,72	4,45	3,77
Sociétés financières ⁽¹⁾	81	2,98	2,56	4,09
Logiciels et services informatiques	79	3,68	4,59	11,04
Electronique et équipements électriques	64	0,73	2,99	8,58
Médias et publicité	64	4,30	4,07	8,04
Equipements et services de santé	48	3,77	6,54	10,23
Distribution généraliste et spécialisée	44	6,02	4,88	3,84
Services aux collectivités - Transport industriel	48	3,14	3,08	3,42
Voyages et loisirs	32	1,54	2,14	2,48
Total	708	3,47	3,67	6,81

Source : Dardour A, base de données Infinancial, 2006.

◆ Les opportunités de croissance

Le ratio *Market to book value* (MTBV) qui représente la valeur de marché des fonds propres, c'est-à-dire leur capitalisation boursière (nombre d'actions en circulation * cours de bourse) divisée par la valeur comptable des fonds propres. Quand ce ratio est supérieur à 1, cela signifie qu'il y a eu création de valeur. Il laisse supposer que la rentabilité anticipée est supérieure à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apporteurs de capitaux, évaluée par le coût moyen pondéré du capital. Au contraire, lorsqu'il est inférieur à 1, le

marché estime que l'entreprise vaut moins cher que les fonds qui ont été nécessaires pour la mise en œuvre de son actif économique.

Les valeurs de ce ratio pour la période 2002 à 2005 montrent que pour l'ensemble des secteurs d'activité, les entreprises étaient en situation de *goodwill* (MTBV supérieur à 1). De plus, les valeurs médianes de ce ratio dépassent 2 pour trois secteurs : Logiciels et services informatiques, Médias et publicité et Equipements et services de santé.

Tableau 78 : Ratio *Market to book value* des sociétés de l'échantillon pour la période 2002-2005

	N	Moyenne en %	Médiane en %	Ecart-type en %
Industries	140	2,04	1,83	1,04
Biens de consommation	94	2,1	1,52	1,46
Sociétés financières ⁽¹⁾	78	2,01	1,57	1,23
Logiciels et services informatiques	68	2,90	2,33	2,03
Electronique et équipements électriques	61	2,42	2	1,76
Médias et publicité	56	3,18	2,61	1,93
Equipements et services de santé	42	3,74	3,15	2,43
Distribution généraliste et spécialisée	40	2,27	1,72	1,33
Services aux collectivités - Transport industriel	33	1,96	1,87	0,68
Voyages et loisirs	28	1,59	1,63	0,57
Total	640	2,37	1,90	1,61

Source : Dardour A., base de données Infinancial, 2006.

◆ Le taux de rentabilité de l'actionnaire

La variable *Total Shareholder Return* (TSR) correspond au taux de rendement interne d'une action sur une période donnée et intègre les dividendes reçus et la plus-value réalisée. Elle est mesurée comme suit :

$$TSR = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D_{i,t}}{P_{i,t}} \quad \text{Avec :}$$

$P_{i,t}$: Le cours moyen de bourse du dernier mois de l'exercice,

$P_{i,t-1}$: Le cours moyen de bourse du premier mois de l'exercice,

D : Le dividende versé au cours de l'exercice écoulé.

Le taux de rentabilité de l'actionnaire annuel moyen s'élève à 12,77% sur la période 2002-2005 pour les sociétés du SBF 250. Il varie entre -93,29% et 172,27%. L'écart type est très élevé par rapport à la moyenne et permet de comprendre qu'il existe une forte disparité de la rentabilité actionnariale entre les différentes entreprises de l'échantillon.

Tableau 79 : Le TSR des sociétés du SBF 250 sur la période 2002-2005

Observations		677
Moyenne		12,77%
Médiane		14,47%
Ecart-type		36,15%
Minimum		-93,29%
Maximum		172,27%
Quartiles	25	-7,46%
	50	14,47%
	75	31,25%

Source : Dardour A., base de données Infinancial, 2006.

◆ Les autres variables comptables et financières

Le tableau 80 met en lumière les principaux indicateurs financiers des sociétés du SBF 250 sur la période allant de 2002 à 2005. Dans cette recherche, ces variables ont été utilisées pour détecter les éventuelles relations positives ou négatives avec la rémunération des dirigeants.

Tableau 80 : Variables comptables et financières des sociétés du SBF 250 sur la période 2002-2005

		Rendement des capitaux employés ROCE	Rendement des capitaux propres ROE	Rendement des actifs nets	Taux de marge nette	Croissance du CA
N		712	613	620	609	613
Moyenne		15,98%	8,57%	42,65%	-,415%	12,81%
Médiane		13,78%	11,42%	22,25%	3,75%	5,40%
Ecart-type		23,42%	43,16%	288,51%	70,64%	44,58%
Centiles	25	5,19%	5,59%	1,35%	-1,52%	-5,27%
	50	11,42%	22,25%	3,75%	5,40%	4,65%
	75	18,14%	57,49%	7,19%	14,95%	19,45%
		Croissance des actifs totaux	Croissance des actifs totaux sur 5 ans	Ratio CA/actifs totaux	Ratio CA/actifs immobilisés	Ratio CA/capitaux employés %
N		617	543	626	626	625
Moyenne		14,25%	14,20%	1,01%	13,90%	18,63%
Médiane		4,65%	10,64%	,95%	6,63%	4,05%
Ecart-type		47,20%	19,09%	,61%	21,27%	270,87%
Centiles	25	8,79%	3,66%	,60%	3,37%	,00%
	50	13,78%	10,64%	,95%	6,63%	4,05%
	75	20,48%	20,31%	1,28%	13,83%	10,06%

Source : Dardour A., base de données Infinancial, 2006.

3.4 La synthèse des variables expliquées et explicatives

Variables Définitions et mesures

Variables dépendantes :

RF	Rémunération fixe (RF) attribuée au dirigeant i au début de l'année t
BA	Bonus annuel versé au dirigeant en (t+1) au titre de l'année t
RE	Rémunération annuelle en espèces (RF + BA)
RI	Bonus annuel + valeur des stock-options et actions gratuites
RG	Rémunération annuelle globale (RF + RI)
REMICIT	Part de la rémunération incitative (RI/RI)

Variables indépendantes :

Déterminants économiques de la rémunération :

MTBV	Opportunités de croissance de la société mesurées par le ratio <i>Market to book value</i>
ROA	Rendement des actifs du bilan de la société (autres : ROE, ROCE, etc)
TSR	Rendement total pour l'actionnaire
RISQUE	Ecart-type du ratio ROA sur 3 ans (t-2 à t)

Déterminants politiques de la rémunération :

Variables liées à la structure et à la nature de l'actionnariat :

CFE	Variable codée 1 si l'actionnaire est une famille ou un entrepreneur détenant plus de 20% du capital, 0 sinon.
CEF	Variable codée 1 si l'Etat Français détient plus de 20% du capital de la société, 0 sinon
CPM	Variable codée 1 si l'actionnaire est une autre société qui détient plus de 20% du capital, 0 sinon
DISP	Dispersion du capital, variable codée 1 si aucun actionnaire ne détient plus de 20% du capital, 0 sinon.
PII	Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels
PIIF	Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels français
PIIE	Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels étrangers

Variables des caractéristiques des conseils :

TCA	Taille du conseil, mesurée par le nombre d'administrateurs siégeant dans le conseil à la fin de l'exercice t
PAI	Pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil
SCA	Variable dichotomique codée 1 si le conseil est moniste et 0 si le conseil est dualiste
Cumul	Cumul des mandats : nombre de mandats détenus par le premier dirigeant dans les conseils des sociétés du SBF 250
Centralité	Centralité du conseil d'administration : centralité de degré (CD), de proximité (CP) et d'intermédiarité (CI).

Variables de contrôle

TAILLE	Logarithme de la capitalisation boursière annuelle moyenne
SECTEUR	10 secteurs d'activités
AGE	Age du dirigeant
A. 2002	Variable binaire codée 1 si l'année est 2002, 0 sinon
A. 2003	Variable binaire codée 1 si l'année est 2003, 0 sinon
A. 2004	Variable binaire codée 1 si l'année est 2004, 0 sinon
A. 2005	Variable binaire codée 1 si l'année est 2005, 0 sinon

3.5 La spécification des modèles d'analyse

Le modèle de base qui guide cette recherche se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{rémunération})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_5 \text{centralité du conseil} + \beta_6 \text{performan } \\ & + \beta_7 \text{structure du capital} + \beta_8 \text{risque} + \beta_9 \text{âge du dirigeant} \\ & + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned}$$

Avec :

R mun ration_{it} : représente la variable dépendante du modèle et peut prendre plusieurs mesures de la rémunération des dirigeants que nous détaillons tout au long de ce travail.

α : la constante de la régression de l'année t

ε_{it} : le résidu du modèle

Les variables de ce modèle peuvent prendre plusieurs mesures alternatives. A titre d'exemple, la taille de l'entreprise est appréhendée par au moins quatre mesures (la capitalisation boursière, le chiffre d'affaires, les actifs totaux du bilan, l'effectif des salariés). La centralité du conseil dans le réseau des liens inter-conseils est mesurée de trois manières différentes : la centralité de proximité, la centralité de degré et la centralité d'intermédiarité. La structure du capital quant à elle est représentée par une variable dichotomique permettant de distinguer les sociétés à capital dispersé des sociétés à capital concentré. Les sociétés à capital concentré sont divisées en trois groupes selon la nature de l'actionnaire de contrôle : une famille ou un entrepreneur, une autre société ou l'Etat français. Par ailleurs, une attention particulière a été portée à l'influence de la participation des investisseurs institutionnels dans le capital et également à la participation des actionnaires salariés.

Concernant la variable performance, plusieurs variables sont retenues : la performance financière absolue et relative, la performance boursière et les opportunités de croissance.

4. La rémunération du premier dirigeant

Dans cette section, nous nous focalisons sur l'influence des variables retenues sur les mesures de la rémunération des dirigeants d'entreprise. Nous examinerons, comme nous l'avons précédemment annoncé, l'effet des variables issues du cadre conceptuel de gouvernance d'entreprise, de la théorie de l'agence et des variables liés aux interactions entre les conseils d'administration. Cela revient à tester la validité de nos hypothèses de recherche en mettant en application les différents modèles empiriques qui seront spécifiés à partir du modèle de base guidant cette recherche.

L'analyse sera faite en deux temps. Tout d'abord, nous présenterons les résultats des tests empiriques des modèles d'analyse année par année. Ensuite, l'accent sera mis davantage sur l'analyse des résultats des régressions portant sur les observations de l'ensemble de la période de l'étude 2002-2005. Notons, que pour certaines régressions, nous avons préféré tester nos résultats sur une période de trois ans (2003-2005).

4.1 L'analyse des résultats des régressions année par année

Le nombre des observations disponibles, année par année, pour chacune des composantes de la rémunération individuelle du « premier dirigeant » est limité, notamment pour l'année 2002. Pour la validité statistique des modèles spécifiés, certaines modifications ont été opérées. D'une part, les valeurs de l'échantillon ont été classées en cinq secteurs d'activité au lieu de dix : les sociétés financières, les sociétés industrielles, les sociétés de services, les sociétés de biens de consommation et de distribution et les sociétés des nouvelles technologies. D'autre part, pour mieux contrôler l'effet taille de l'entreprise sur le niveau de la rémunération, les valeurs de l'échantillon ont été classées en quatre groupes de taille à partir des quartiles empiriques de la capitalisation boursière moyenne. Le premier groupe représente les entreprises de petite taille, le deuxième groupe les entreprises de taille moyenne, le troisième groupe les entreprises de grande taille et le quatrième groupe les entreprises de très grande taille.

Tableau 81 : Distribution conjointe des sociétés selon la taille et le secteur d'activité en 2005

	Petite	Moyenne	Grande	Très grande	Total
Industries	12	19	20	11	62
Services	6	4	7	11	28
Nouvelles technologies	11	9	4	8	32
Biens de consommation	10	9	6	4	29
Sociétés financières	4	3	6	10	23
Total	43	44	43	44	174

Source : Dardour A., à partir des données de la base Infinancial, 2006.

Pour tester les différentes hypothèses dans cette étude, nous régressons année par année la variable expliquée du modèle de base sur l'ensemble des variables exogènes spécifiées. Les résultats sont présentés par composante de la rémunération.

4.1.1 Le niveau de la rémunération fixe du premier dirigeant

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{rémunération fixe})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_6 \text{performanc}e + \beta_7 \text{structure du capital} \\ & + \beta_8 \text{risque} + \beta_9 \text{âge du dirigeant} + \sum_{s=1}^{s=5} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

En ce qui concerne l'estimation de la rémunération fixe du premier dirigeant, l'année 2002 n'a pas été prise en compte en raison de trop nombreuses données manquantes. Ce premier modèle présente un R^2 ajusté allant de 47 % à 52,7% et une valeur élevée du F de Fisher (10,38 à 23,89), attestant que le modèle est robuste et globalement significatif. Selon la statistique de Durbin-Watson⁵², l'échantillon ne souffre pas d'autocorrélation de résidus (D-W tend vers 2). Enfin, l'indice de conditionnement est inférieur à 15 sur toute la période, ce qui permet de valider l'absence d'un problème sévère de multicollinéarité entre les variables explicatives du modèle.

⁵² La statistique de Durbin-Watson (D-W) teste l'autocorrélation des résidus. Trois types de résultats peuvent être obtenus :

- 1- Le D-W tend vers 2, il n'y a pas d'autocorrélation
- 2- Le D-W < 2 et tend vers 0 : il y a autocorrélation positive
- 3- Le D-W > 2 et tend vers 4 : il y a autocorrélation négative

Tableau 82 : Résultat des régressions annuelles : niveau de la rémunération fixe (RF) en 2003, 2004 et 2004

Variables	signes	2003		2004		2005	
		Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)
Constante	+/-	12,65	100,97 (0,000)***	12,64	50,79 (0,000)***	12,56	73,18 (0,000)***
Dispersion du capital	+	0,296	2,59 (0,011)**	0,385	3,18 (0,002)***	0,224	2,31 (0,023)**
TCA	+		<u>ns</u>	0,026	2,15 (0,033)**	0,033	2,99 (0,003)***
Cumul des mandats	+	0,2	4,27 (0,001)***	0,16	3,33 (0,001)***	0,136	3,26 (0,002)***
Structure du conseil (SCA) ⁽¹⁾	-		<u>ns</u>		ns		ns
Part des indépendants (PAI)	+/-		<u>ns</u>		ns		ns
Sociétés financières ⁽²⁾			<u>ns</u>	-0,308	-1,93 (0,055)*	-0,307	-2,019 (0,049)**
ROA relatif	+	-0,073	-3,54 (0,001)***	-0,106	-2,88 (0,005)***	-0,101	-2,287 (0,024)**
Petite taille ⁽³⁾		-0,685	-5,15 (0,00)***	-0,608	-3,76 (0,00)***	-0,671	-5,24 (0,00)***
Taille moyenne		-0,481	-2,47 (0,001)***	-0,462	-2,88 (0,005)***	-0,326	-2,58 (0,00)***
Grande taille			<u>ns</u>		ns		ns
Ratio MTBV			<u>ns</u>		ns		ns
Risque	+		<u>ns</u>		ns		ns
Age du dirigeant	+		<u>ns</u>		ns		ns
R ² Aj.			51,9%		47%		52, 7%
F.			23,89		10,38		18,38
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			2,01		2,18		1,91
IC			5,12		14,40		10,40
N			106		127		109

(1) : la variable de référence est la forme moniste du conseil, (2) : la variable de référence est le secteur des « industries », (3) : la variable de référence est les entreprises de très grande taille.

***, **, * désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

◆ Niveau de la rémunération fixe et structure du conseil

En 2003, 2004 et 2005, les coefficients de la variable structure du conseil ne sont pas significatifs. Ainsi, le conseil d'administration qu'il soit moniste, moniste avec séparation des fonctions ou dualiste n'influence pas le niveau de la rémunération fixe du premier dirigeant.

Le coefficient de la variable taille du conseil est positif et significatif en 2004 et 2005 et n'est pas significatif en 2003. En 2005, la nomination d'un administrateur de plus dans le conseil permet d'augmenter la rémunération fixe de 0,033%.

Enfin la variable part d'administrateurs indépendants dans le conseil est dotée d'un coefficient non significatif dans toutes les régressions année par année. Ainsi la présence d'administrateurs indépendants n'affecte pas le niveau de la rémunération fixe du premier dirigeant.

◆ Niveau de la rémunération fixe et structure du capital

Les résultats confirment l'influence de la structure du capital sur le niveau de la rémunération fixe du premier dirigeant. En effet, les sociétés à capital dispersé attribuent à leurs dirigeants une rémunération fixe plus importante que celles à capital concentré.

◆ Niveau de la rémunération fixe et secteur d'activité

Concernant l'analyse du niveau de la rémunération fixe du premier dirigeant selon le secteur d'activité, nous avons choisi le secteur des « industries » comme référence. Les résultats montrent que la rémunération fixe est plus faible pour le secteur des « sociétés financières » pendant les trois années de l'étude. Les autres coefficients ne sont pas significatifs et révèlent que le secteur d'activité n'affecte pas de façon significative le niveau de la rémunération fixe du dirigeant.

4.1.2 Le niveau du bonus annuel du premier dirigeant

Le modèle estimant le bonus annuel du premier dirigeant affiche des R^2 ajustés allant de 31,5% à 40,7%. La qualité d'ajustement peut être considérée comme satisfaisante. Le test de Durbin-Watson montre l'absence de problème d'autocorrélation des termes d'erreur de modèle. L'indice de conditionnement est inférieur à 15, ce qui permet de valider l'absence de problème sévère de multicolinéarité entre les variables explicatives pour le modèle spécifié.

Tableau 83 : Résultats des régressions annuelles : niveau du bonus annuel (BA) en 2003, 2004 et 2005.

Variables	signes	2003		2004		2005	
		Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)
Constante	+/-	12,20	23,10 (0,000)***	12,13	27,10 (0,000)***	11,17	33,01 (0,000)***
Dispersion du capital	+		ns		ns		ns
TCA	+		ns		ns	0,059	2,51 (0,014)**
Cumul des mandats	+		ns	0,181	2,09 (0,038)**	0,196	1,957 (0,054)*
Structure du conseil (SCA) ⁽¹⁾	-		ns		ns		ns
Part des indépendants (PAI)	+/-	0,008	2,02 (0,046)***	0,008	1,93 (0,056)*	0,009	1,707 (0,091)*
Sociétés financières ⁽²⁾			ns		ns		ns
ROA relatif	+		ns		ns		ns
Petite taille ⁽³⁾		-1,219	-3,52 (0,001)***	-1,227	-4,06 (0,00)***	-1,15	-3,033 (0,003)***
Taille moyenne		-1,218	-3,38 (0,001)***	-0,97	-3,31 (0,001)***	-0,750	-2,02 (0,046)**
Grande taille		-1,005	-3,50 (0,001)**	-0,52	-2,09 (0,039)**		ns
Ratio MTBV			ns		ns		ns
Risque	+		ns		ns		ns
Age du dirigeant	+		ns		ns		ns
R ² Aj.			40,7%		40,2%		31,5%
F.			8,38		10,48		6,45
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,63		2,14		1,94
IC			12,2		13,15		15,15
N			86		113		95

(1) : la variable de référence est la forme moniste du conseil, (2) : la variable de référence est le secteur des « industries », (3) : la variable de référence est les entreprises de très grande taille. ***, **, * désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

◆ Niveau du bonus annuel et structure du conseil

Le coefficient de la variable structure du conseil n'est pas significatif. Le conseil d'administration qu'il soit moniste, moniste avec séparation des fonctions ou dualiste n'influence pas le niveau du bonus annuel du premier dirigeant.

Le coefficient de la variable taille du conseil est instable selon les années. En effet, il n'est pas significatif en 2003 et 2004 et il est significatif et positif en 2005. En 2005, la nomination

d'un administrateur de plus dans le conseil permet d'augmenter le bonus annuel du premier dirigeant de 0,059% ($p < 0,014$).

Enfin la variable part d'administrateurs indépendants est dotée d'un coefficient positif et significatif sur toute la période. Ainsi, la présence d'un administrateur indépendant de plus dans le conseil permet au premier dirigeant d'augmenter son bonus annuel de 0,008% en 2003 et 2004 et 0,009% en 2005.

◆ Niveau du bonus annuel et structure du capital

Le coefficient de la variable capital dispersé n'est pas significatif pour l'ensemble des années de l'étude. Ce résultat indique que les sociétés à capital dispersé proposent un bonus annuel statistiquement non différent de celles dont le capital est concentré.

◆ Niveau du bonus annuel et performance financière relative

La performance financière relative d'une société correspond à la différence entre le pourcentage de son rendement des actifs et la médiane sectorielle de cet indicateur. Pour cette variable, les coefficients annuels ne sont pas significatifs. Par conséquent, le niveau du bonus annuel n'est pas lié à la performance financière relative.

4.1.3 Le niveau de la rémunération en espèces du premier dirigeant

Le modèle estimant la rémunération en espèces du premier dirigeant affiche des R^2 ajustés allant de 47,6% à 54,3% et une valeur élevée du F de Fisher (9,68 à 16,67), attestant que le modèle est robuste et globalement significatif. La qualité d'ajustement peut être considérée comme satisfaisante. Le test de Durbin-Watson montre l'absence de problème d'autocorrélation des termes d'erreur de modèle.

Tableau 84 : Résultats des régressions annuelles : niveau de la rémunération en espèces (RE) en 2002, 2003, 2004 et 2005.

Variables	signes	2002		2003		2004		2005	
		Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)
Constante	+/-	12,16	32,42 (0,000)***	12,57	43,34 (0,000)***	12,63	41,93 (0,000)***	12,61	41,07 (0,000)***
Dispersion du capital	+	0,343	1,76 (0,081)*	0,240	1,772 (0,079)*	0,340	2,51 (0,013)**		ns
TCA	+	0,048	2,43 (0,017)**	0,038	2,811 (0,006)***	0,048	3,53 (0,001)***	0,047	3,02 (0,003)***
Cumul des mandats	+	0,154	1,97 (0,051)*	0,188	3,11 (0,002)***	0,169	2,82 (0,005)***	0,174	2,94 (0,004)***
SCA ⁽¹⁾	-		ns		ns		ns		ns
PAI	+/-	0,008	2,24 (0,027)**		ns	0,006	1,82 (0,071)*		ns
Sociétés financières ⁽²⁾		0,586	2,31 (0,023)**		ns	-,368	-1,910 (0,058)*		ns
ROA relatif	+		ns	-0,059	-2,47 (0,015)**		ns		ns
Petite taille ⁽³⁾		-0,664	-2,56 (0,012)**	-0,932	-5,09 (0,00)***	-0,706	-3,78 (0,00)***	-0,727	-3,780 (0,00)***
Taille moyenne			ns	-0,697	-3,79 (0,007)***	-0,519	-2,75 (0,007)***	-0,381	-1,93 (0,055)*
Grande taille			ns	-,394	-2,35 (0,020)**		ns		ns
Ratio MTBV			ns		ns		ns		ns
Risque	+		ns		ns		ns		ns
Age du dirigeant	+		ns		ns		ns		ns
R ² Aj.			43,8%		51,3%		47,6%		54,3%
F.			8,35		16,67		14,55		9,68
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,91		2,38		2,00		2,09
IC			13,31		11,58		14,99		15,02
N			104		145		149		147

(1) : la variable de référence est la forme moniste du conseil, (2) : la variable de référence est le secteur des « industries », (3) : la variable de référence est les entreprises de très grande taille.

***, **, * désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

◆ Niveau de la rémunération en espèces et structure du conseil

Comme pour le bonus annuel, la variable structure du conseil n'est pas significative et montre que le mode d'organisation du pouvoir dans l'entreprise (dualiste/moniste) n'influence pas le niveau de la rémunération en espèces du premier dirigeant.

En ce qui concerne la taille du conseil, le coefficient est positif et significatif dans toutes les régressions annuelles. Il varie de 0,038% à 0,048%. Autrement dit, la nomination d'un administrateur de plus dans le conseil permet d'augmenter la rémunération en espèces du premier dirigeant de 0,045% en moyenne. Ce résultat n'est pas surprenant du fait que les statistiques descriptives montrent que la taille du conseil augmente avec la taille de l'entreprise qui à son tour influence le niveau de la rémunération. À propos de la composition du conseil, nos résultats montrent que le pourcentage des administrateurs indépendants n'est pas associé au niveau de la rémunération en espèces pour l'ensemble des années de la période de l'étude.

◆ Niveau de la rémunération en espèces et structure du capital

Le coefficient de la variable capital dispersé est positif et significatif en 2003 et 2004, montrant que les sociétés à capital dispersé proposent une rémunération en espèces à leur premier dirigeant plus élevée de 24% en 2003 et de 34% en 2004 que celle proposée pour les dirigeants des sociétés à capital concentré. Toutefois, en 2005 la relation est non significative.

◆ Niveau de la rémunération en espèces et secteur d'activité

A l'exception des sociétés financières, la rémunération en espèces du premier dirigeant ne diffère pas significativement d'un secteur à l'autre. De plus, les dirigeants des sociétés financières ont perçu une rémunération en espèces plus faible que celle attribuée aux dirigeants des sociétés de secteur des « industries » en 2004. Cette différence n'est pas validée en 2003 et 2005.

◆ Niveau de la rémunération en espèces et la performance de l'entreprise

Le coefficient de la variable ROA relatif n'est pas significatif en 2004 et 2005. Ce coefficient est négatif et significatif en 2003. Autrement dit, la rémunération des dirigeants diminue quand la performance relative augmente. En effet, en 2003, la rémunération en espèces diminue de 0,059% quand le ROA relatif augmente de 1%. De plus, la variable *Market to book value* qui mesure les opportunités de croissance n'est pas significative pour l'ensemble des années de la période.

4.1.4 Le niveau de la rémunération globale du premier dirigeant

Le modèle estimant la rémunération globale du premier dirigeant affiche des R^2 ajustés allant de 46,9% à 53,4% et une valeur élevée du F de Fisher (12,63 à 12,90), attestant que le modèle est robuste et globalement significatif. La qualité d'ajustement peut être considérée comme satisfaisante. Le test de Durbin-Watson montre l'absence de problème d'autocorrélation des termes d'erreur de modèle.

Tableau 85 : Résultats des régressions annuelles : niveau de la rémunération globale (RG) en 2002, 2003, 2004 et 2005.

Variables	signes	2002 RG		2003 RG		2004 RG		2005 RG	
		Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)	Coeff.	T (P)
Constante	+/-	12,32	32,34 (0,00)***	12,78	39 (0,00)***	13,14	35,75 (0,000)***	13,41	19,46 (0,000)***
Dispersion du capital	+	0,711	1,81 (0,001)***	0,325	1,81 (0,072)*	0,513	2,901 (0,004)***		ns
TCA	+	0,047	2,34 (0,021)**	0,052	2,97 (0,004)***	0,04	2,23 (0,027)**	0,048	2,68 (0,008)***
Cumul des mandats	+	0,19	2,16 (0,033)**	0,279	3,45 (0,001)***	0,207	2,63 (0,009)***	0,216	3,15 (0,002)***
SCA ⁽¹⁾	-		ns		ns		ns		ns
PAI	+/-	0,013	3,38 (0,001)***	0,008	2,31 (0,022)**	0,007	2,01 (0,046)**	0,011	3,29 (0,001)***
Sociétés financières ⁽²⁾			ns		ns		ns		ns
ROA relatif	+		ns		ns		ns		ns
Petite taille ⁽³⁾		-0,641	-2,20 (0,00)***	-1,215	-5,05 (0,00)***	-0,982	-4,10 (0,00)***	-0,825	-4,369 (0,00)***
Taille moyenne			-2,12 (0,001)***	-0,926	-3,79 (0,001)***	-0,824	-3,36 (0,001)***	-0,516	-2,27 (0,024)**
Grande taille			ns	-0,535	-2,41 (0,017)**		ns		ns
Ratio MTBV			ns		ns		ns		ns
Risque	+		ns		ns		ns		ns
Age du dirigeant	+		ns		ns		ns		ns
R^2 Aj.			53,1%		53,4%		46,9%		48,5%
F.			17,63		12,90		12,90		12,63
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			2,3		2,3		1,943		1,91
IC			11,27		11,27		14,10		15,4
N			104		147		162		148

(1) : la variable de référence est la forme moniste du conseil, (2) : la variable de référence est le secteur des « industries », (3) : la variable de référence est les entreprises de très grande taille.

***, **, * désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

◆ Niveau de la rémunération en espèces et structure du conseil

Le coefficient de la variable structure du conseil n'est pas significatif. Le conseil d'administration qu'il soit moniste, moniste avec séparation des fonctions ou dualiste n'influence pas le niveau de la rémunération globale du premier dirigeant.

Le coefficient de la variable taille du conseil est positif et significatif pour l'ensemble des régressions annuelles. Il varie de 0,04% à 0,052%. Autrement dit, la nomination d'un administrateur de plus dans le conseil permet d'augmenter en moyenne la rémunération globale de 0,04%.

Enfin la variable pourcentage des administrateurs indépendants est dotée d'un coefficient positif et significatif pour l'ensemble des années de la période. Ainsi la présence d'un administrateur indépendant de plus dans le conseil permet aux dirigeants d'augmenter leur rémunération globale de 0,008% à 0,011%.

◆ Niveau de la rémunération en espèces et structure du capital

Le niveau de la rémunération globale des dirigeants est plus élevé dans les sociétés à capital dispersé par rapport à celui des sociétés à capital concentré. Les signes des coefficients sont positifs et significatifs au seuil de 1% excepté en 2005. Ce résultat confirme la prédiction de la théorie de l'agence suivant laquelle la rémunération est un mécanisme d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires dans les sociétés dont le niveau de séparation entre les fonctions de contrôle et de management est élevé.

◆ Niveau de la rémunération globale et performance financière relative

Les résultats montrent que les variables de mesures de la performance de l'entreprise n'influencent pas le niveau de la rémunération globale du premier dirigeant. Il ressort que les indicateurs de performance retenus dans ce travail (ROA relatif et le ratio *Market to book value*) ne correspondent pas à ceux retenus par les entreprises du SBF 250 pour le calcul du montant de la rémunération du premier dirigeant. Les entreprises affirment justifier le niveau de la rémunération globale par la performance de l'entreprise. Cependant, la lecture des rapports annuels montre que les critères diffèrent d'une entreprise à l'autre et d'une année à l'autre, ce qui rend toute modélisation sujette à critique. Enfin, les sociétés cotées retiennent des critères de mesure de la performance différents de ceux utilisés dans les principales études

empiriques sur la rémunération des dirigeants. A titre d'exemple, les critères de croissance du chiffre d'affaires, du bénéfice net par action ou du résultat net sont privilégiés au détriment des ratios de performance comme le ratio du rendement des actifs, le ratio du rendement des capitaux propres, le ratio *Market to book*, etc.

◆ Nature de l'actionnariat

Nous avons déployé trois nouvelles variables dichotomiques selon la nature de l'actionnaire de contrôle dans les sociétés à capital concentré : la famille ou un entrepreneur, une autre société et l'Etat français. Les résultats des estimations montrent que la nature de l'actionnariat affecte de façon significative le niveau de la rémunération en espèces et de la rémunération globale du premier dirigeant. Lorsque la structure du capital dispersé est choisie comme référence, les coefficients des variables « entreprises contrôlées par une famille ou un entrepreneur » « et entreprise contrôlées par l'Etat français » sont négatifs et significatifs. Toutefois, lorsque le capital est contrôlé par une autre société, le signe est négatif mais non significatif. Ainsi, le niveau de la rémunération des dirigeants des sociétés contrôlées par une autre entreprise ne diffère pas significativement de celui des dirigeants des sociétés à capital dispersé.

Tableau 86 : Résultats des régressions annuelles : niveau de la rémunération en espèces (RE) et de la rémunération globale (RG) selon la nature d'actionariat en 2005.

<i>Variables</i>	2005 RE		2005 RG	
	<i>Coeff.</i>	<i>T</i> (<i>P</i>)	<i>Coeff.</i>	<i>T</i> (<i>P</i>)
Constante	12,61	41,07 (0,000)***	12,81	43,49 (0,000)***
Contrôle ⁽¹⁾ par une famille ou un entrepreneur (CFE)	-0,297	-1,77 (0,077)*	-0,368	-1,97 (0,051)*
Contrôle par une autre société (CPM)		ns		ns
Contrôle par l'Etat (CETAT)	-0,471	-1,85 (0,067)*	- ,598	-2,04 (0,042)**
TCA	0,041	2,92 (0,004)***	0,047	2,89 (0,004)***
Cumul des mandats	0,174	2,94 (0,004)***	0,223	3,48 (0,001)***
SCA ⁽²⁾		ns		ns
PAI	0,008	2,76 (0,007)***	0,010	3,17 (0,002)***
Secteur ⁽³⁾		ns		ns
ROA relatif		ns		ns
Petite taille ⁽⁴⁾	-0,618	-4,17 (0,00)***	-0,725	-4,28 (0,00)***
Taille moyenne	-0,277	-1,8 (0,074)*	-0,422	-2,42 (0,001)***
Grande taille		ns		ns
Ratio MTBV	-	ns		ns
Risque		ns		ns
Age du dirigeant		ns		ns
R ² Aj.		46,6%		49,9%
F.		17,45		19,91
P.		(0,000)		(0,000)
D-W		1,68		1,69
I.C		11,90		11,9
N		151		152

(1) : la variable de référence est les sociétés à capital dispersé, (2) : la variable de référence est la forme moniste du conseil, (3) : la variable de référence est le secteur des « industries », (4) : la variable de référence est les entreprises de très grande taille

***, **, * désignent une probabilité critique inférieur à 1%, 5% et 10% respectivement.

◆ Présence des investisseurs institutionnels

Dans un premier temps, nous reconduisons l'estimation des modèles d'analyse pour chaque année d'étude en ajoutant une nouvelle variable représentant le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels étrangers et français connus à la fin de chaque année n. Les résultats de cette analyse (ne sont pas reportés dans les annexes) montrent que les coefficients ne sont pas statistiquement significatifs et ne permettent pas de valider une influence des investisseurs institutionnels sur la rémunération des dirigeants.

Dans un second temps, nous avons scindé les investisseurs institutionnels en deux groupes selon le critère français/étrangers. Les résultats des régressions ne montrent aucun résultat significatif permettant d'affirmer une influence des investisseurs institutionnels, français ou étrangers sur le niveau de la rémunération des dirigeants.

◆ Cumul des mandats

Le niveau de la rémunération globale du dirigeant est significativement corrélé au nombre de ses mandats d'administrateur dans les sociétés du SBF 250. Le coefficient moyen de cette variable est important (0,223). A titre d'exemple, en 2005, la rémunération globale du dirigeant augmente de 0,20% pour chaque mandat additionnel dans les sociétés du SBF 250.

En conclusion, les résultats des régressions annuelles montrent que la taille de l'entreprise s'impose comme le déterminant principal du niveau de la rémunération du premier dirigeant. Les petites et moyennes capitalisations boursières proposent à leurs dirigeants des rémunérations annuelles nettement plus faibles que les très grandes entreprises. Ce résultat est confirmé pour l'ensemble des composantes de la rémunération. En outre, aucune relation significative n'a été détectée entre le niveau du risque spécifique de l'entreprise et la rémunération des dirigeants. De même, le niveau de la rémunération n'est pas associé à l'âge du dirigeant.

4.2 L'analyse des résultats des régressions générales

L'analyse « année par année » des composantes de la rémunération du premier dirigeant révèle des résultats uniformes. Des régressions générales incluant l'ensemble des observations de la période de l'étude s'avèrent alors plus pertinentes pour tester les hypothèses de la recherche. Nous avons été amenés à opérer les modifications suivantes : comme le nombre des observations devient plus important, les entreprises de l'échantillon ont été classées dans dix secteurs d'activité au lieu de cinq secteurs dans les régressions année par année. Concernant les mesures de la performance de l'entreprise, la valeur absolue du rendement des actifs (ROA) et le rendement total pour l'actionnaire (TSR) ont été retenus. Enfin, une nouvelle caractéristique des conseils d'administration à savoir la centralité est introduite dans les modèles d'analyse. Cette dernière appréhende la position du conseil dans le réseau des liens créés par la présence d'administrateurs communs dans les conseils des sociétés du SBF

250 de trois façons différentes : la centralité de degré, la centralité de proximité et la centralité d'intermédiarité.

4.2.1 Les déterminants du niveau de la rémunération fixe

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{rémunération fixe})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} \\ & + \beta_8 \text{risque} + \sum_{a=2003}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=5} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Le tableau 87 présente les résultats de l'estimation de la rémunération fixe selon les trois mesures de la centralité du conseil. Il ressort ce qui suit :

Le pouvoir explicatif du modèle atteint 64,1% lorsque nous introduisons la variable centralité de degré. Cette dernière mesure le nombre de liens directs d'un conseil avec les autres conseils des sociétés de l'indice SBF 250. Ces liens directs sont créés par le biais d'administrateurs communs. La centralité de degré varie de 0 à 0,023% (le groupe Eurazeo est le plus central avec 28 liens directs, soit 0,023% de l'ensemble des liens théoriques possibles entre les sociétés du SBF 250). La centralité de degré influence positivement la RF du premier dirigeant. En effet, pour chaque lien direct supplémentaire du conseil d'administration avec un autre conseil des sociétés du SBF 250, le logarithme naturel de la RF augmente de 0,013%. Les coefficients des variables taille du conseil et pourcentage des administrateurs indépendants ne sont pas significatifs. En ce qui concerne la structure du conseil, il apparaît que les sociétés à conseil moniste avec séparation des fonctions (Président du conseil d'administration et Directeur Général) proposent au premier dirigeant une RF plus faible que les sociétés à conseil moniste (Président Directeur Général). En effet, un directeur général perçoit une RF moins élevée par rapport à un PDG. Toutefois, il n'existe pas une différence significative entre la RF d'un PDG et celle d'un Président de directoire. Nous avons effectué une régression avec une nouvelle variable dichotomique qui correspond à 1 lorsque le conseil est moniste et 0 sinon (conseil dualiste ou conseil avec séparation des fonctions). Le résultat montre que la structure du conseil n'a pas d'incidence sur le niveau de la rémunération fixe.

La RF est influencée positivement par le risque de l'entreprise. Elle augmente de 0,038% lorsque l'écart-type du ROA sur les trois dernières années augmente d'une unité.

Certains secteurs d'activité proposent à leur premier dirigeant une RF significativement moins élevée que d'autres (voir tableau 88). C'est le cas de la distribution et des sociétés financières qui proposent une RF moins élevée que le secteur des industries (-27,7%, -42,2% respectivement). Ces résultats appuient l'hypothèse selon laquelle le secteur d'activité est un déterminant de la rémunération des dirigeants.

Enfin, la taille de l'entreprise influence le niveau de la RF puisque cette dernière augmente de 2,91% lorsque la capitalisation boursière annuelle moyenne augmente de 10%.

À propos de la structure du capital, le coefficient de la variable « capital dispersé » est positif et significatif, excepté dans la régression avec la variable centralité d'intermédiation. La RF du premier dirigeant est plus élevée de 12,8% dans les sociétés à capital dispersé par rapport aux sociétés à capital concentré. En outre, la nature de l'actionnaire de contrôle influence le niveau de la RF. En effet, lorsque nous fixons la RF des dirigeants des sociétés à capital dispersé comme référence, nous constatons que les sociétés contrôlées par l'Etat français proposent la RF la plus basse (-44,1%) devant les sociétés contrôlées par une famille ou un entrepreneur (-14%) et les entreprises contrôlées par une autre société (-11,6%).

Le coefficient de la variable pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels étrangers et français est positif et non significatif (0,001 ; $p = 0,424$). Les régressions séparées pour les deux groupes d'observations selon le critère investisseurs institutionnels français/ investisseurs institutionnels étrangers montrent que les investisseurs institutionnels étrangers influencent positivement la RF (0,006 ; $p = 0,042$) alors que les investisseurs institutionnels français l'influencent négativement, mais cette dernière relation n'est pas significative (-0,002 ; $p = 0,459$).

Tableau 87 : Résultats des régressions générales de la rémunération fixe (RF) selon les mesures de la centralité du conseil

Variables	Signes	RF		RF		RF	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	0,134	1,437 (0,152)				
Centralité de degré (en nombre)	+/-			0,013	2,263 (0,024)**		
Centralité d'intermédiarité (%)	+/-					0,049	1,202 (0,230)
Constante	+/-	1,359	5,420 (0,000)*	1,645	5,937 (0,000)*	1,464	5,581 (0,000)*
TCA	+	0,008	1,153 0,250	0,004	0,615 (0,539)	0,007	1,013 (0,312)
PAI	+/-	0,000	0,110 (0,912)	0,000	0,130 (0,897)	0,000	0,298 (0,766)
Conseil de surveillance et directoire		0,038	0,641 0,522	0,050	0,843 (0,400)	0,034	0,574 (0,566)
Conseil avec séparation des fonctions		-0,250	-2,735 (0,007)*	-	-	-0,237	-2,600 (0,010)*
Dispersion du capital (DISP)	+	0,095	1,542 (0,124)	0,128	2,065 (0,040)**	0,109	1,771 (0,077)***
TAILLE (<i>In capitalisation boursière</i>)	+	0,305	14,443 (0,000)*	0,291	13,009 (0,000)*	0,306	14,510 (0,000)*
RISQUE	+	0,043	5,384 (0,000)*	0,038	4,821 (0,000)*	0,041	5,096 (0,000)*
Equipement et services de santé	+/-	0,026	0,238 (0,812)	0,026	0,240 (0,811)	-0,001	-0,011 (0,991)
Biens de consommation	+/-	0,274	3,537 (0,000)*	0,280	3,643 (0,000)*	0,279	3,604 (0,000)*
Distribution généraliste et spécialisée	+/-	-0,292	-1,699 (0,090)***	-	-	-0,304	-1,775 (0,077)***
Electronique et Equipement électrique	+/-	0,007	0,065 (0,948)	0,015	-0,148 (0,882)	-0,013	-0,132 (0,895)
Services aux collectivités - transport industriel	+/-	0,071	0,572 (0,568)	0,010	0,081 (0,936)	0,054	0,429 (0,668)
Logiciels et services informatiques	+/-	-0,007	-0,076 (0,940)	-	-	-0,016	-0,165 (0,869)
Voyages et loisirs	+/-	-0,012	-0,097 (0,922)	0,016	0,132 (0,895)	-0,010	-0,083 (0,934)
Assurances, banques et services financiers	+/-	-0,396	-4,719 (0,000)*	-	-	-0,425	-4,945 (0,000)*
Médias et publicité	+/-	0,031	0,331 (0,741)	0,049	0,523 (0,602)	0,045	0,474 (0,636)
A. 2004	+/-	0,031	0,508 (0,612)	0,032	0,530 (0,596)	0,027	0,444 (0,657)
A. 2005	+/-	-0,043	-0,707 (0,480)	-	-	-0,050	-0,831 (0,407)
R ² Aj.			63,7		64,1		63,6
F.			31,12		31,59		31,03
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,88		2,02		1,89
n			326		326		326

***, **, * désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

Tableau 88 : Résultats de la régression générale de la rémunération fixe selon la nature de l'actionnariat

Variables	Signes	RF	
		Coeff. B	t (P)
Constante	+ /-	1,914	6,419 (0,000)*
Centralité de degré (en %)	+ /-	21,784	3,201 (0,002)*
TCA	+	0,006	0,861 (0,390)
PAI	+/-	-0,001	-0,851 (0,396)
Conseil moniste/dualiste		0,030	0,560 (0,576)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,281	12,643 (0,000)*
RISQUE	+	0,036	4,454 (0,000)*
CFE		-0,140	-1,876 (0,062)***
CPM		-0,116	-1,725 (0,086)***
CETAT		-0,441	-3,385 (0,001)*
A. 2004	+ /-	0,028	0,455 (0,649)
A. 2005	+ /-	-0,053	-0,882 (0,379)
R ² Aj.			64,2
F.			33,58
P.			(0,000)
D-W			1,659
n			326

PS : les valeurs concernant les secteurs d'activité ne sont pas reportées.

***, **, * désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

Les variables « âge du dirigeant » et « cumul des mandats par le dirigeant dans les sociétés du SBF 250 » ont été intégrées dans le modèle qui par conséquent se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{rémunération fixe})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} \\ & + \beta_8 \text{risque} + \beta_9 \text{âge du dirigeant} + \beta_{10} \text{cumul des mandats} + \\ & \sum_{a=2003}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=5} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Tableau 89 : Régression multivariée sur la variable rémunération fixe

	Coefficients		
	β	t	P
Constante	1,783	5,497	,000*
Age du dirigeant	,005	1,544	,124
Nombre des mandats cumulés par le dirigeant	,017	,619	,537
Taille du conseil (TCA)	,012	1,700	,090***
Taille de la société	,250	11,088	,000*
Indépendance du conseil (PAI)	,002	1,337	,182
Centralité de degré en %	18,464	2,869	,004*
Conseil dualiste (CS + D)	-,009	-,148	,882
Conseil moniste avec séparation des fonctions (CA + DG)	-,244	-2,507	,013**
Capital dispersé (20%)	,083	1,343	,180
Risque	,035	4,170	,000*
Année 2003	,001	,013	,990
Année 2004	,029	,398	,691
Année 2005	-,014	-,194	,846
R ² Ajusté	64,9%		
F.	30,81		
P.	(0,000)		
D-W	1,383		
N	355		

La variable dépendante représente le logarithme de la rémunération fixe du premier dirigeant sur la période 2002-2005. Les coefficients des variables « secteur d'activité » ne sont pas reportés.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Le modèle de la spécification alternative présente un coefficient de détermination ajusté de 64,9%. Les coefficients des variables « âge du dirigeant » et « cumul des mandats » ne sont pas significatifs en effectuant une régression sur toute la période 2002 à 2005 ou sur la période 2003 à 2005. L'examen de la matrice des corrélations de Pearson permet de relever un coefficient positif (0,5) entre la centralité de degré et la rémunération fixe et également un coefficient positif (0,499) entre cette dernière et le cumul des mandats par le dirigeant. Etant donné le lien qui peut exister entre ces deux variables, nous effectuons deux régressions contenant chacune une de ces deux variables pour vérifier la stabilité de nos résultats. Le pouvoir explicatif du modèle contenant la variable « cumul des mandats » est plus faible que celui contenant la variable « centralité de degré » (64,4% et 65% respectivement). De plus, dans le premier modèle, la variable cumul des mandats n'est pas significative, alors que dans le second, la variable « centralité de degré » est significative au seuil de 1%. Enfin, dans ces deux modèles la variable « âge du dirigeant » n'affecte pas la rémunération fixe du dirigeant.

4.2.2 Les déterminants du niveau du bonus annuel

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{bonus annuel})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} \\ & + \beta_8 \text{risque} + \sum_{a=2003}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=5} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Le tableau 90 présente les résultats de l'analyse des déterminants du bonus annuel (ci-après BA) du premier dirigeant. Des spécifications alternatives ont été testées pour prendre en compte les différentes mesures de la centralité du conseil, la structure du capital (dispersé/concentré), la nature de l'actionnariat et la présence des investisseurs institutionnels. Les statistiques F des régressions présentées au tableau 91 sont toutes significativement différentes de zéro, indiquant que les modèles sont bien spécifiés. Les coefficients de détermination R^2 ajustés sont d'au moins 54,8%, ce qui montre que les déterminants expliquent une partie importante de la variance du niveau du BA des dirigeants pour la période 2003-2005.

Les trois modèles sont différenciés par la variable de mesure de la centralité du conseil à savoir : la centralité de proximité, la centralité de degré et la centralité d'intermédiarité. Parmi ces trois variables, seule la centralité de proximité influence positivement et significativement le niveau du BA du premier dirigeant (0,632, $p = 0,005$). Le coefficient de la variable centralité de degré est doté d'un signe positif et la variable centralité d'intermédiarité est dotée d'un signe négatif. Mais elles n'influencent pas significativement le niveau du bonus annuel. Par ailleurs, lorsque la variable centralité de proximité est remplacée par la variable cumul des mandats par le dirigeant dans le modèle, il ressort que cette dernière influence positivement et significativement le bonus annuel (0,099, $p = 0,057$). Les coefficients des variables taille du conseil et pourcentage des administrateurs indépendants sont positifs et significatifs. Un administrateur de plus dans le conseil permet au dirigeant d'augmenter le logarithme de son BA de 0,036%. La présence de 10% d'administrateurs indépendants supplémentaires a pour conséquence une augmentation du logarithme du BA de 0,08%.

Comme pour la rémunération fixe, la structure du conseil d'administration n'influence pas le niveau du BA.

Concernant l'influence de la structure du capital, il ressort les résultats suivants :

Les sociétés à capital dispersé et les sociétés à capital contrôlé ne proposent pas à leurs dirigeants un montant de bonus statistiquement différent. Dans un nouveau modèle, nous introduisons trois variables dichotomiques permettant de distinguer la nature du principal actionnaire des sociétés à capital concentré : famille, Etat français ou autre société. La régression de ce modèle montre que, par rapport aux sociétés à capital dispersé, le BA est beaucoup moins élevé dans les sociétés contrôlées par l'Etat français (-63,8%), alors qu'il est indifférent dans les entreprises familiales et dans celles qui sont contrôlées par une autre société.

Tableau 90 : Résultats de la régression générale du bonus annuel selon la nature de l'actionnariat

Variables	Signes	BA		
		Coeff. B	t	(P)
Constante	+ /-	-0,249	-0,382	(0,703)
Centralité de degré (en %)	+ /-	33,607	2,384	(0,018)*
TCA	+	0,020	1,249	(0,213)
PAI	+/-	0,008	3,042	(0,003)*
Conseil moniste/dualiste		0,061	0,536	(0,592)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,365	7,374	(0,000)
TSR	+	0,004	1,799	(0,073)
ROA	+	-0,018	-1,599	(0,111)
RISQUE	+	-0,010	-0,613	(0,540)
CFE		0,121	0,703	(0,483)
CPM		-0,072	-0,503	(0,616)
CETAT		-0,638	-2,382	(0,018)**
A. 2004	+ /-	0,139	1,037	(0,301)
A. 2005	+ /-	0,084	0,614	(0,540)
R ² Aj.			56,4	56,4
F.			16,86	16,86
P.			(0,000)	(0,000)
D-W			1,07	1,07
n			270	270

PS : les valeurs concernant les secteurs d'activité ne sont pas reportées.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

En ce qui concerne la performance de l'entreprise, les résultats montrent que le niveau du BA du premier dirigeant est positivement associé au taux de rendement pour l'actionnaire. En effet, lorsque ce taux augmente d'une unité, le BA progresse de 0,004%. En revanche, une association négative entre le rendement des actifs de l'entreprise et le niveau du BA (-0,024% a été identifiée.

Enfin, le niveau du BA n'est influencé ni par le niveau du risque spécifique à l'entreprise, ni par l'âge du dirigeant.

Tableau 91 : Résultats des régressions générales du bonus annuel selon les mesures de la centralité du conseil

Variables	Signes	Bonus annuel		Bonus annuel		Bonus annuel	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	0,632	2,819 (0,005)*				
Centralité de degré (en nombre)	+/-			0,012	0,926 (0,355)		
Centralité d'intermédiarité (%)	+/-					-0,115	-1,288 (0,199)
Constante	+/-	-0,693	-1,157 (0,248)	-0,450	-0,692 (0,489)	-0,850	-1,362 (0,174)
TCA	+	0,036	2,263 (0,025)**	0,034	1,980 (0,049)**	0,045	2,644 (0,009)*
PAI	+/-	0,008	2,824 (0,005)*	0,009	2,984 (0,003)*	0,009	3,168 (0,002)*
Conseil de surveillance et directoire		0,044	0,335 (0,738)	0,016	0,123 (0,902)	0,019	0,142 (0,887)
Conseil avec séparation des fonctions		-0,184	-0,858 (0,392)	-0,119	-0,553 (0,581)	-0,110	-0,512 (0,609)
DISP	+	-0,127	-0,958 (0,339)	-0,054	-0,389 (0,697)	-0,116	-0,861 (0,390)
TAILLE (<i>In capitalisation boursière</i>)	+	0,345	6,907 (0,000)*	0,369	7,101 (0,000)*	0,396	8,062 (0,000)*
TSR	+	0,004	1,839 (0,067)***	0,005	2,177 (0,031)**	0,005	2,071 (0,039)**
ROA	+	-0,024	-2,519 (0,012)**	-0,022	-2,273 (0,024)**	-0,025	-2,637 (0,009)*
RISQUE	+	0,018	1,054 (0,293)	0,007	0,415 (0,679)	0,013	0,726 (0,469)
Equipement et services de santé	+/-	-0,782	-3,271 (0,001)*	-0,861	-3,565 (0,000)*	-0,880	-3,677 (0,000)*
Biens de consommation	+/-	0,225	1,342 (0,181)	0,264	1,558 (0,121)	0,266	1,569 (0,118)
Distribution généraliste et spécialisée	+/-	-0,870	-2,389 (0,018)**	-0,925	-2,500 (0,013)**	-0,987	-2,680 (0,008)*
Electronique et Equipement électrique	+/-	0,431	1,995 (0,047)**	0,422	1,920 (0,056)***	0,482	2,176 (0,031)**
Services aux collectivités - transport industriel	+/-	-0,246	-0,982 (0,327)	-0,312	-1,183 (0,238)	-0,188	-0,728 (0,467)
Logiciels et services informatiques	+/-	0,240	1,166 (0,245)	0,189	0,909 (0,364)	0,170	0,820 (0,413)
Voyages et loisirs	+/-	-0,529	-1,880 (0,061)***	-0,430	-1,511 (0,132)	-0,412	-1,446 (0,150)
Assurances, banques et services financiers	+/-	-0,584	-2,391 (0,018)**	-0,606	-2,439 (0,015)**	-0,494	-1,911 (0,057)
Médias et publicité	+/-	0,510	2,549 (0,011)**	0,529	2,600 (0,010)*	0,510	2,514 (0,013)**
A. 2004	+/-	0,169	1,204 (0,230)	0,168	1,175 (0,241)	0,170	1,190 (0,235)
A. 2005	+/-	0,119	0,827 (0,409)	0,092	0,631 (0,529)	0,087	0,599 (0,550)
R ² Aj.			56,1		54,8		54,9
F.			16,21		15,406		15,49
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,07		1,05		1,07
n			250		250		250

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

4.2.3 Les déterminants de la rémunération en espèces

Au niveau de la régression portant sur la rémunération annuelle en espèces (ci-après RE), nous constatons que les coefficients des variables taille, centralité de proximité, centralité de degré du conseil et pourcentage d'administrateurs indépendants sont significatifs. La structure du conseil et le risque de l'entreprise n'influencent pas le niveau de la RE. Le lien avec la performance (TSR) est quasi-inexistant et non significatif (0,001 ; $p > 0,23$). Le niveau de la RE ne diffère pas dans les sociétés à capital dispersé par rapport à celui perçu par les dirigeants des sociétés à capital concentré (Tableau 92).

Par ailleurs, la RE est plus faible dans les sociétés contrôlées par l'Etat français que celle des dirigeants des sociétés à capital dispersé (Tableau 93). Toutefois, aucune influence significative n'a été trouvée entre le niveau de la RE et la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels français, étrangers ou français et étrangers pris globalement. Enfin, la taille reste le déterminant principal du niveau de la RE puisque cette dernière augmente d'au moins 3,5% lorsque la taille de l'entreprise (capitalisation boursière moyenne) augmente de 10%. La sensibilité de la RE à la taille est plus faible quand la taille de l'entreprise est mesurée par le chiffre d'affaires, les actifs totaux du bilan et la capitalisation boursière en fin d'année (2,14%, 2,14%, 3,38% respectivement).

Tableau 92 : Résultats des régressions générales de la rémunération en espèces (RE) selon les mesures de la centralité du conseil

Variables	Signes	RE		RE		RE	
		Coeff.	T (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	0,344	3,355 (0,001)*				
Centralité de degré (en nombre)	+/-			(0,016)	2,302 (0,022)*		
Centralité d'intermédiarité (%)	+/-					-0,039	-0,745 (0,457)
Constante	+/-	0,870	2,898 (0,004)*	1,140	3,383 (0,001)*	0,729	2,307 (0,022)**
TCA	+	0,016	1,965 (0,050)**	0,015	1,773 (0,077)***	0,022	2,541 (0,011)**
PAI	+/-	0,002	1,431 (0,153)	0,003	1,944 (0,053)***	0,003	2,167 (0,031)**
Conseil moniste/dualiste		0,009	0,139 (0,889)	-0,006	-0,090 (0,928)	-0,001	-0,010 (0,992)
DISP		0,094	1,303 (0,193)	0,128	1,737 (0,083)**	0,093	1,265 (0,207)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,355	13,811 (0,000)*	0,351	12,761 (0,000)*	0,383	14,824 (0,000)*
TSR	+	0,001	1,001 (0,317)	0,001	1,185 (0,237)	0,001	1,039 (0,300)
ROA	+	-0,006	-0,957 (0,339)	-0,005	-0,716 (0,474)	-0,008	-1,174 (0,241)
RISQUE	+	0,007	0,792 (0,429)	0,005	0,650 (0,516)	0,009	1,047 (0,296)
Equipelement et services de santé	+/-	-0,082	-0,600 (0,549)	-0,097	-0,707 (0,480)	-0,101	-0,727 (0,468)
Biens de consommation	+/-	0,221	2,378 (0,018)**	0,236	2,526 (0,012)**	0,247	2,632 (0,009)*
Distribution généraliste et spécialisée	+/-	-0,377	-2,509 (0,013)**	-0,400	-2,642 (0,009)*	-0,428	-2,819 (0,005)*
Electronique et Equipement électrique	+/-	0,231	1,959 (0,051)***	0,191	1,606 (0,109)	0,223	1,849 (0,065)***
Services aux collectivités - transport industriel	+/-	-0,160	-1,044 (0,297)	-0,243	-1,521 (0,129)	-0,126	-0,797 (0,426)
Logiciels et services informatiques	+/-	-0,031	-0,279 (0,780)	-0,058	-0,527 (0,598)	-0,061	-0,551 (0,582)
Voyages et loisirs	+/-	-0,286	-2,078 (0,038)**	-0,228	-1,643 (0,101)	-0,250	-1,797 (0,073)**
Assurances, banques et services financiers	+/-	-0,431	-4,020 (0,000)*	-0,472	-4,325 (0,000)*	-0,419	-3,751 (0,000)*
Médias et publicité	+/-	0,285	2,582 (0,010)*	0,309	2,790 (0,006)*	0,307	2,755 (0,006)*
A. 2004	+/-	0,017	0,241 (0,809)	0,020	0,280 (0,780)	0,012	0,168 (0,866)
A. 2005	+/-	-0,044	-0,590 (0,556)	-0,040	-0,533 (0,594)	-0,050	-0,666 (0,506)
R ² Aj.			64,3		63,8		63,3
F.			37,08		36,23		35,55
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,65		2,08		1,65
n			400		400		400

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 93 : Résultats des régressions générales de la rémunération en espèces (RE) selon les mesures de la centralité du conseil et la nature de l'actionnariat.

Variables	Signes	RE		RE		RE	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+ /-	0,346	3,280 (0,001)*				
Centralité de degré (en %)	+/-			25,32	2,186 (0,029)*		
Centralité d'intermédiarité (%)	+ /-					-0,039	-0,759 (0,448)
Constante	+ /-	0,861	2,602 (0,010)*	1,243	3,389 (0,001)*	0,777	2,247 (0,025)**
TCA	+	0,019	2,231 (0,026)**	0,017	1,959 (0,051)**	0,024	2,754 (0,006)*
PAI	+/-	0,002	1,132 (0,258)	0,002	1,593 (0,112)	0,003	1,823 (0,069)***
Conseil moniste/dualiste (SCA)		0,019	0,294 (0,769)	0,003	0,041 (0,967)	0,000	-0,003 (0,998)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,361	13,973 (0,000)*	0,353	12,835 (0,000)*	0,386	14,843 (0,000)*
TSR	+	0,001	0,826 (0,410)	0,001	0,961 (0,337)	0,001	0,852 (0,395)
ROA	+	-0,007	-1,050 (0,294)	-0,005	-0,732 (0,465)	-0,008	-1,152 (0,250)
RISQUE	+	0,007	0,826 (0,409)	0,002	0,288 (0,773)	0,009	1,102 (0,271)
CFE		-0,080	-0,888 (0,375)	-0,145	-1,609 (0,108)	-0,128	-1,415 (0,158)
CPM		-0,050	-0,631 (0,529)	-0,066	-0,815 (0,416)	-0,027	-0,336 (0,737)
CETAT		-0,382	-2,407 (0,017)**	-0,476	-2,877 (0,004)*	-0,348	-2,155 (0,032)**
A. 2004	+ /-	0,013	0,186 (0,853)	0,013	0,188 (0,851)	0,007	0,092 (0,927)
A. 2005	+ /-	-0,046	-0,626 (0,531)	-0,043	-0,586 (0,558)	-0,056	-0,750 (0,454)
R ² Aj.			64,6		64,2		63,9
F.			34,1		33,58		32,76
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,663		1,659		1,651
n			400		400		400

PS : les valeurs concernant les secteurs d'activités ne sont pas reportées.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

4.2.4 Les déterminants du niveau de la rémunération incitative

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{rémunération incitative})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} \\ & + \beta_8 \text{risque} + \sum_{a=2003}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

L'estimation de la rémunération incitative montre que la taille et la structure du conseil n'influencent pas son niveau. En revanche, la centralité de proximité et la proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil influencent positivement la RI. Elle ne diffère pas dans les sociétés à capital dispersé par rapport à celle perçue par les dirigeants des sociétés à capital concentré (voir tableau 94). En revanche, la RI est plus faible dans les sociétés contrôlées par l'Etat français que dans les sociétés à capital dispersé (voir tableau 95).

Par ailleurs, nous constatons que le niveau de la RI est plus faible en 2005 qu'en 2003. Ce résultat s'explique d'une part, par la baisse du nombre moyen de stock-options attribuées au premier dirigeant. Le premier dirigeant a perçu en moyenne 168 657 options (56 attributions) en 2003 contre 166 458 options en 2004 (63 attributions) et 121 018 options en 2005 (54 attributions). D'autre part, à la date de notre évaluation (30 juin 2006), la valeur potentielle des actions attribuées en 2003 est plus importante que les actions attribuées en 2005. En effet, le prix d'exercice a diminué en 2003 après la chute générale des cours de la bourse de Paris de 2002. Autrement dit, le niveau de la rémunération incitative dépend plutôt de la valeur des stock-options plutôt que de leur nombre.

Tableau 94 : Résultats des régressions générales de la rémunération incitative (RI) selon les mesures de la centralité du conseil.

Variables	Signes	RI		RI		RI	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+ /-	0,583	1,844 (0,066)**				
Centralité de degré (en %)	+/-			38,422	1,895 (0,059)**		
Centralité d'intermédiarité (%)	+ /-					0,014	0,112 (0,911)
Constante	+ /-	-2,926	-3,671 (0,000)*	-2,143	-2,444 (0,015)**	-2,819	-3,401 (0,001)*
TCA	+	-0,007	-0,317 (0,751)	-0,017	-0,733 (0,464)	-0,005	-0,227 (0,820)
PAI	+/-	0,011	2,776 (0,006)*	0,011	2,976 (0,003)*	0,012	3,119 (0,002)*
Conseil moniste/dualiste (SCA)		-0,171	-1,036 (0,301)	-0,186	-1,123 (0,262)	-0,167	-1,003 (0,317)
Dispersion du capital (DISP)		0,141	0,748 (0,455)	0,243	1,260 (0,209)	0,163	0,854 (0,394)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,599	9,046 (0,000)*	0,578	8,279 (0,000)*	0,630	9,554 (0,000)*
TSR	+	0,006	1,985 (0,048)**	0,007	2,314 (0,021)**	0,007	2,217 (0,027)**
ROA	+	-0,019	-1,170 (0,243)	-0,017	-0,999 (0,319)	-0,021	-1,268 (0,206)
RISQUE	+	0,022	0,858 (0,391)	0,005	0,173 (0,863)	0,014	0,541 (0,589)
Equipement et services de santé	+ /-	-0,592	-1,701 (0,090)***	-0,634	-1,838 (0,067)***	-0,691	-1,993 (0,047)**
Biens de consommation	+ /-	0,027	0,109 (0,913)	0,066	0,268 (0,789)	0,063	0,254 (0,800)
Distribution généraliste et spécialisée	+ /-	-0,538	-0,984 (0,326)	-0,540	-0,988 (0,324)	-0,624	-1,137 (0,257)
Electronique et Equipement électrique	+ /-	0,229	0,714 (0,476)	0,192	0,598 (0,551)	0,212	0,652 (0,515)
Services aux collectivités - transport industriel	+ /-	-0,314	-0,827 (0,409)	-0,464	-1,199 (0,232)	-0,322	-0,831 (0,407)
Logiciels et services informatiques	+ /-	0,115	0,395 (0,693)	0,077	0,265 (0,791)	0,049	0,167 (0,867)
Voyages et loisirs	+ /-	-0,835	-2,123 (0,035)**	-0,750	-1,908 (0,057)***	-0,792	-1,998 (0,047)**
Assurances, banques et services financiers	+ /-	-0,627	-2,429 (0,016)**	-0,725	-2,773 (0,006)*	-0,652	-2,446 (0,015)**
Médias et publicité	+ /-	0,118	0,395 (0,693)	0,177	0,592 (0,555)	0,131	0,436 (0,663)
A. 2004	+ /-	0,075	0,383 (0,702)	0,087	0,439 (0,661)	0,080	0,403 (0,687)
A. 2005	+ /-	-0,374	-1,893 (0,059)***	-0,373	-1,892 (0,060)***	-0,384	-1,931 (0,055)***
R ² Aj.			48,1		48,1		47,4
F.			14,2		14,21		13,85
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,873		1,824		1,815
n			285		285		285

Le tableau présente les coefficients de régression, statistiques t de Student et (valeurs P). Les coefficients des variables « secteur d'activité » et « années » s'analysent en référence au secteur des industries et à l'année 2003.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 95 : Résultats des régressions générales de la rémunération incitative (RI) selon les mesures de la centralité du conseil et la nature de l'actionnariat.

Variables	Signes	RI		RI		RI	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	0,618	1,890 (0,060)***				
Centralité de degré (en %)	+/-			47,835	2,311 (0,022)**		
Centralité d'intermédiarité (%)	+/-					0,013	0,103 0,918
Constante	+/-	-3,130	-3,579 (0,000)*	-2,073	-2,202 (0,029)**	-2,909	-3,233 (0,000)*
TCA	+	-0,002	-0,089 (0,929)	-0,014	-0,584 (0,560)	0,001	0,029 (0,977)
PAI	+/-	0,010	2,487 (0,013)**	0,010	2,616 (0,009)*	0,011	2,843 (0,005)*
Conseil moniste/dualiste (SCA)		-0,142	-0,858 (0,392)	-0,159	-0,963 (0,336)	-0,146	-0,877 (0,381)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,620	9,276 (0,000)*	0,590	8,454 (0,000)*	0,647	9,664 (0,000)*
TSR	+	0,005	1,705 (0,089)	0,006	2,008 (0,046)**	0,006	1,919 (0,056)***
ROA	+	-0,022	-1,355 (0,177)	-0,019	-1,132 (0,259)	-0,023	-1,381 (0,168)
RISQUE	+	0,023	0,889 (0,375)	0,002	0,085 (0,932)	0,014	0,532 (0,595)
CFE		-0,034	-0,139 0,890	-0,173	-0,716 (0,475)	-0,137	-0,562 (0,575)
CPM		-0,021	-0,099 0,921	-0,108	-0,508 (0,612)	-0,011	-0,053 (0,958)
CETAT		-0,836	-2,226 (0,027)**	-1,073	-2,748 (0,006)*	-0,816	-2,151 (0,032)**
A. 2004	+/-	0,074	0,379 (0,705)	0,084	0,430 (0,668)	0,073	0,368 (0,713)
A. 2005	+/-	-0,367	-1,856 (0,065)***	-0,368	-1,868 (0,063)***	-0,387	-1,948 (0,053)***
R ² Aj.			48,6		48,9		47,9
F.			13,24		13,41		12,90
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,879		1,828		1,824
n			285		285		285

Ps : les valeurs concernant les secteurs d'activité ne sont pas reportées.

La théorie de l'agence suggère d'augmenter la part de la rémunération incitative dans le contrat de rémunération de l'agent. Ainsi, il semble plus opportun que notre variable dépendante soit le pourcentage de la rémunération incitative que le montant de la rémunération. Autrement dit, il s'agit de remplacer la variable « niveau de la rémunération incitative » par celle de « part de la rémunération incitative ». La variable expliquée « REMINCIT » mesure l'intensité de la rémunération incitative octroyée au premier dirigeant de l'entreprise.

Elle est calculée comme suit :

$$\text{REMINCIT}_t = \frac{\text{bonus annuel}_t + \text{valeur des options et des actions octroyées}_t}{\text{bonus annuel}_t + \text{valeur des options et des actions octroyées}_t + \text{rémunération fixe}_t}$$

Le modèle de base qui guide cette recherche se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{REMINCIT}_t = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_5 \text{centralité du conseil} + \beta_6 \text{performance} \\ & + \beta_7 \text{structure du capital} + \beta_8 \text{risque} + \beta_9 \text{âge du dirigeant} \\ & + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

L'estimation de ce modèle a pour objectif de définir les variables qui déterminent la part de la rémunération incitative. Les trois modèles, différenciés par la mesure de centralité du conseil, ont une constante non significative montrant la difficulté d'établir une relation linéaire entre la variable dépendante et les variables explicatives. En revanche, certains résultats méritent d'être soulignés.

Premièrement, concernant les variables sociologiques, il ressort que seule la centralité de proximité influence positivement le ratio REMINCIT du premier dirigeant. En effet, lorsque la centralité de proximité augmente de 0,1%, ce ratio augmente de 1,3%. Le remplacement (ou l'ajout) de la variable « centralité de proximité » par la variable « cumul des mandats » dans le modèle n'améliore pas le pouvoir significatif de ce dernier puisque le coefficient de cette variable est doté d'un signe positif mais non significatif. En ce qui concerne les variables permettant d'appréhender l'intensité du contrôle du conseil d'administration, il apparaît que la taille du conseil et la présence d'administrateurs indépendants influencent positivement la part de la rémunération incitative des dirigeants, alors que la structure moniste du conseil a une influence positive mais non significative sur le ratio REMINCIT. En outre, les entreprises à capital dispersé et celles à capital concentré au seuil de 20% pour le premier actionnaire proposent des ratios REMINCIT statistiquement indifférents.

Par ailleurs, les modèles affichent une très faible influence positive et non significative de la performance de l'entreprise sur le ratio REMINCIT.

Enfin, les variables de contrôle telles que la taille de l'entreprise, l'âge du dirigeant et le risque spécifique de l'entreprise sont significatives. La variable risque est dotée d'un signe négatif. Cette relation est contradictoire avec la théorie qui présume une relation positive entre le niveau du risque et la part de la rémunération incitative du dirigeant. La variable âge, quant

à elle affiche également un signe négatif. Autrement dit, l'ampleur de la rémunération incitative décroît avec l'âge du dirigeant. Le tableau 96 présente les résultats des régressions multivariées sur le ratio REMINCIT selon les trois mesures de centralité.

Tableau 96 : Régressions multivariées sur la part de la rémunération incitative selon les mesures de la centralité du conseil sur la période 2002-2005

Variables	Signes	REMINCIT		REMINCIT		REMINCIT	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	13,113	2,410 (0,017)**				
Centralité de degré (en nombre)	+/-			338,4	0,967 (0,334)		
Centralité d'intermédiarité (%)	+/-					-2,480	-1,177 (0,265)
Constante	+/-	-0,706	-0,042 (0,966)	4,96	0,234 (0,776)	-1,126	-0,075 (0,940)
Capital dispersé (DISP)	+/-	0,395	0,118 (0,906)	1,39	0,404 (0,687)	0,098	0,0298 (0,977)
Conseil moniste (PDG)	+	4,215	1,382 (0,168)	3,7	1,182 (0,238)	4,073	1,326 (0,186)
Pourcentage des AI	?	0,319	4,525 (0,000)*	0,03	4,923 (0,000)*	0,352	5,044 (0,000)*
Taille du conseil (TCA)	+	1,452	3,651 (0,000)*	1,4	3,293 (0,001)*	1,651	3,967 (0,000)*
TSR	+	0,062	1,274 (0,241)	0,07	1,45 (0,148)	0,065	1,333 (0,184)
Market to book value (MTBV)	+	-0,091	-0,091 (0,928)	-0,610	-0,620 (0,535)	-0,739	-0,749 (0,454)
ROA	+	0,344	1,174 (0,241)	0,417	1,404 (0,161)	0,369	1,253 (0,211)
Taille (capitalisation boursière)	+	3,702	2,917 (0,004)*	4,116	3,181 (0,002)*	4,667	3,7742 (0,000)*
RISQUE	+	-0,945	-1,888 (0,060)***	-1,182	-2,317 (0,021)**	-1,054	-2,101 (0,037)**
Age du dirigeant	+	-0,817	-4,256 (0,000)	-0,788	-4,076 (0,00)*	-0,823	-4,228 (0,000)*
A. 2003	+/-	2,182	0,438 (0,662)	2,163	0,43 (0,667)	2,478	0,493 (0,622)
A. 2004	+/-	3,506	0,757 (0,450)	3,174	0,68 (0,497)	3,508	0,751 (0,453)
A. 2005	+/-	-0,209	-0,046 (0,964)	-0,713	-0,154 (0,877)	-0,250	-0,054 (0,957)
R ² Aj.			40,4%		39,4%		39,5%
F.			10,518		10,143		10,167
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,703		1,703		1,718
N			323		323		323

La variable dépendante représente la part de la rémunération incitative du premier dirigeant sur la période 2002-2005. Les coefficients des variables « secteur d'activité » ne sont pas reportés.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

♦ Performance relative et ratio REMINCIT

La performance relative est mesurée par la différence entre la valeur du rendement des actifs de la société et la médiane sectorielle de ce ratio.

Les valeurs de l'échantillon ont été classées en quatre groupes selon les quartiles des performances financières relatives. L'objectif est de tester l'hypothèse suivante :

Ho : Il n'y a pas de différence dans la part de la rémunération incitative des premiers dirigeants à travers les groupes d'entreprises identifiés en fonction du niveau de la performance financière relative.

Tableau 97 : Test de Kruskal –Wallis sur la variable REMINCIT selon les quartiles de la performance financière relative

Quartiles performance financière relative	Observations	Rang moyen
1	88	192,36
2	90	196,92
3	95	187,65
4	101	174,74
Total	374	

Test ^(b)

	REMINCIT
Khi-deux	2,272
Ddl	3
Signification asymptotique	,518

(b) Critère de regroupement : Quartiles de la performance financière relative (ROA)

Le test de Kruskal-Wallis a été appliqué à 374 observations divisées en quatre groupes selon les quartiles de la performance financière relative de l'entreprise. La valeur de p est non significative ($p = 0,518$). Une comparaison des moyennes a été également effectuée. Ainsi, ANOVA met en évidence une différence non significative des moyennes. En effet, la valeur de F est de 0,733 et P de F est de 0,520 pour le ratio REMINCIT. Ce résultat révèle qu'aucun groupe ne dispose d'une moyenne significativement différente des autres. Par conséquent, l'analyse Post Hoc de comparaisons multiples n'est pas nécessaire. Ainsi, il apparaît que le niveau de la performance relative n'affecte pas la structure de la rémunération. En effet, les dirigeants des entreprises qui réalisent une mauvaise performance (appartenant au premier et au second quartile dans notre étude) reçoivent une part incitative semblable à celle accordée aux dirigeants des entreprises connaissant une bonne performance (les deux derniers quartiles).

Tableau 98 : Test des différences de moyennes du ratio REMINCIT

	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Inter-groupes	,198	3	,066	,755	,520

Les 374 observations ont été également divisées en dix groupes selon les déciles de la performance financière relative de l'entreprise. Le tableau 99 met en évidence la moyenne, la médiane, l'écart type de la performance financière relative et le ratio de la rémunération incitative en fonction des déciles de la performance financière relative.

Tableau 99 : Part de la rémunération incitative selon les déciles de la performance financière relative

Déciles de la performance financière relative		Performance financière relative en %	Valeurs du ratio REMINCIT
1	Médiane	-11,360	,415
	Ecart-type	11,1290	,267
2	Moyenne	-4,413	,514
	Médiane	-4,265	,513
	Ecart-type	,763	,290
3	Moyenne	-2,706	,451
	Médiane	-2,725	,440
	Ecart-type	,314	,283
4	Moyenne	-1,592	,444
	Médiane	-1,580	,451
	Ecart-type	,312	,260
5	Moyenne	-,505	,464
	Médiane	-,470	,475
	Ecart-type	,299	,323
6	Moyenne	,255	,513
	Médiane	,230	,557
	Ecart-type	,206	,311
7	Moyenne	1,140	,447
	Médiane	1,120	,385
	Ecart-type	,337	,272
8	Moyenne	2,237	,455
	Médiane	2,120	,501
	Ecart-type	,357	,290
9	Moyenne	4,265	,354
	Médiane	4,315	,216
	Ecart-type	,799	,346
10	Moyenne	10,705	,418
	Médiane	8,510	,451
	Ecart-type	6,881	,300

Le test de Kruskal-Wallis appliqué à ces 374 observations permet également d'accepter l'hypothèse nulle ($p = 0,563$). Autrement dit, aucun groupe sur les dix ne présente une moyenne significativement différente des autres. Le tableau 100 met en évidence ce résultat.

Tableau 100 : Test de Kruskal -Wallis sur la variable dépendante « REMINCIT » selon les déciles de la performance financière relative

Déciles de la performance financière relative	Observations	Rang moyen
1	34	178,38
2	36	211,56
3	42	188,48
4	36	186,29
5	40	193,66
6	35	211,36
7	34	186,72
8	39	189,23
9	36	154,64
10	42	175,76
Total	374	

Test ^(b)

	REMINCIT
Khi-deux	7,714
ddl	9
Signification asymptotique	,563

(b) Critère de regroupement : déciles de la performance financière relative.

Les sociétés sont réparties en dix groupes en fonction du secteur d'activité. Le ratio REMINCIT s'élève pour le premier décile à 0% pour l'ensemble des dirigeants des sociétés des différents secteurs d'activité, excepté pour les dirigeants des sociétés financières (\leq à 4,9%). Autrement dit, les dirigeants des entreprises les moins performantes par rapport à leurs concurrentes ne perçoivent ni bonus annuel ni stock-options. Pour le dernier décile, ce ratio atteint un minimum de 62,6% pour les dirigeants des sociétés du secteur des « équipements et services de santé » et de 90,4% pour les dirigeants des sociétés financières.

Tableau 101 : Distribution des performances financières relatives et absolues et de la part de la rémunération incitative du premier dirigeant en fonction du secteur d'activité

Secteur d'activité		Performance financière relative en %	Performance financière absolue en %	Ratio REMINCIT
Industries	Moyenne	-,657	3,324	,514
	Médiane	-,240	3,790	,574
	Ecart-type	6,682	5,450	,287
Biens de consommation	Moyenne	,278	4,728	,463
	Médiane	,000	4,450	,536
	Ecart-type	3,779	3,779	,298
Sociétés financières	Moyenne	1,271	2,983	,519
	Médiane	,855	2,560	,527
	Ecart-type	6,039	4,090	,311
Logiciels et services informatiques	Moyenne	-,223	3,683	,415
	Médiane	,130	4,590	,395
	Ecart-type	12,792	11,047	,305
Electronique et équipementiers électriques	Moyenne	-3,096	,736	,451
	Médiane	-,200	2,995	,463
	Ecart-type	8,363	8,583	,277
Médias et publicité	Moyenne	-,1362	4,300	,475
	Médiane	,000	4,076	,519
	Ecart-type	7,549	8,044	,283
Equipements et services de santé	Moyenne	-2,927	3,775	,282
	Médiane	,000	6,540	,225
	Ecart-type	10,890	10,230	,226
Services aux collectivités -transport industriel	Moyenne	-1,417	3,145	,312
	Médiane	-1,355	3,085	,231
	Ecart-type	2,608	3,423	,287
Distribution	Moyenne	,979	6,022	,218
	Médiane	-,170	4,885	,118
	Ecart-type	3,829	3,841	,283
Voyages et loisirs	Moyenne	-,600	1,540	,332
	Médiane	,005	2,145	,301
	Ecart-type	2,489	2,489	,288

Par ailleurs, nous avons effectué le même test statistique pour l'ensemble des observations réparties en fonction des quartiles du niveau absolu du rendement total pour l'actionnaire (TSR). Le test de Kruskal Wallis permet d'accepter l'hypothèse nulle ($p = 0,563$). Autrement dit, aucun groupe sur les quatre ne présente une moyenne significativement différente des autres.

La variable REMINCIT mesure l'ampleur du bonus annuel et des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants. Or, dans les entreprises qui attribuent des stock-options, rares sont les dirigeants qui reçoivent des options chaque année. De plus, nous avons constaté que certains dirigeants n'ont pas reçu de bonus annuel ou que leurs stock-options ont une

valeur nulle au moment de l'évaluation. Par conséquent, le ratio REMINCIT devient instable dans le temps. Pour mieux estimer nos modèles, nous avons divisé le ratio REMINCIT en deux parties : la part incitative liée à l'attribution du bonus annuel (REMBONUS) et la part incitative attachée à l'attribution des stock-options et aux actions gratuites (REMOPTIONS). Les modèles estimant ces deux ratios se présentent comme suit :

$$\text{REMOPTIONS}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_5 \text{performanc}e + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} + \beta_8 \text{risque} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \text{ (a)}$$

$$\text{REMBONUS}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_5 \text{performanc}e + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} + \beta_8 \text{risque} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \text{ (b)}$$

A/ Le poids des stock-options et des actions gratuites

La variable expliquée REMOPTIONS mesure l'ampleur de la rémunération incitative en options et actions gratuites. Elle est déterminée comme suit :

$$\text{REMOPTIONS}_{it} = \frac{\text{valeurs des options et des actions gratuites octroyées}_{it}}{\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeurs des options et des actions octroyées}_{it} + \text{rémunération fixe}_{it}}$$

Nous avons estimé le modèle REMOPTIONS sur les observations ayant une valeur positive des stock-options attribuées sur la période 2002-2005. Ce modèle affiche un R^2 ajusté faible (18,2%) et une valeur du F de Fisher acceptable (9,818, $p = 0,000$) attestant que le modèle est robuste et globalement significatif. La qualité d'ajustement peut être considérée comme satisfaisante. Le test de Durbin-Watson affiche une valeur proche de 2 ($D-W = 1,862$) et montre l'absence de problème d'autocorrélation des termes d'erreur du modèle.

Il ressort de ce modèle que la part des stock-options est fortement influencée par la structure du capital. En effet, les dirigeants des sociétés à capital dispersé ont un ratio REMOPTIONS plus élevé de 10,3% que celui des dirigeants des sociétés à capital concentré. Nous constatons également un effet temporel important puisque ce ratio a baissé significativement en 2005 (-15,3%) et en 2004 (-10%) par rapport à 2002. En ce qui concerne l'impact du secteur d'activité, il ressort que, par rapport au secteur des industries, seul le secteur de « biens de consommation » a un ratio REMOPTIONS plus faible (-12,06%).

Lorsque nous ajoutons dans ce modèle les trois variables permettant de distinguer la nature de l'actionnaire du contrôle, nous observons que le ratio REMOPTIONS est influencé par le

pourcentage d'administrateurs indépendants (0,243 ; p = 0,001) et par la présence d'un actionnaire de contrôle familial ou un entrepreneur (-0,139 ; p = 0,079).

B/ Le poids du bonus annuel

Le modèle estimant la part du bonus annuel dans la rémunération globale des dirigeants sur la période 2002 à 2005 a un pouvoir explicatif faible (R^2 ajusté égal à 12,5%). Néanmoins, ce modèle révèle que la part du bonus annuel est influencée par la centralité de proximité du conseil. En effet, pour chaque augmentation de 0,1% de l'indice de centralité, le ratio du bonus annuel progresse de 1,5%. Le pourcentage d'administrateurs indépendants a un impact négatif et significatif sur le ratio REMBONUS. Ainsi, lorsque ce pourcentage augmente de 10%, le ratio baisse de 0,96%. En outre, une association positive entre le risque spécifique de l'entreprise et la part du bonus annuel a été identifiée.

Tableau 102 : Régression multivariée sur le ratio REMBONUS

Variables	Signes	REMBONUS	
		Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	15,174	4,068 (0,000)*
Constante	+/-	11,41	2,892 (0,004)*
Pourcentage des AI		-0,096	-2,137 (0,033)**
RISQUE	+	0,093	1,764 (0,095)***
Capital dispersé (DISP)	+/-	ns	
Conseil moniste (PDG)	+/-	ns	
Taille du conseil (TCA)	+	ns	
ROA	+	ns	
Taille (capitalisation boursière)	+	ns	
Médias et publicité		16,16	4,473 (0,000)*
Electronique et équipement électrique		16,6	4,159 (0,000)*
Voyages et loisirs		-9,678	-2,062 (0,04)*
Logiciels et services informatiques		8,927	2,518 (0,012)**
Age du dirigeant	+	ns	
A. 2003	+/-	ns	
A. 2004	+/-	ns	
A. 2005	+/-	ns	
R^2 Aj.			12,5%
F.			8,971
P.			(0,000)
D-W			1,65
n			336

La variable dépendante représente le ratio REMBONUS du premier dirigeant sur la période 2002-2005.

Seuls les coefficients des variables « secteur d'activité » significatifs sont reportés.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Enfin, les variables mesurant la taille de l'entreprise, la performance de l'entreprise, la dispersion/concentration du capital et l'âge du dirigeant n'ont aucun effet significatif sur le ratio REMBONUS. Le tableau 102 présente les résultats de la régression multivariée sur le ratio REMBONUS.

C/ La rémunération du premier dirigeant et l'actionnariat salarié

♦ Part de la rémunération incitative et actionnariat salarié

Tableau 103 : Test de Kruskal-Wallis du ratio REMINCIT selon le pourcentage du capital des actionnaires salariés dans l'entreprise

Actionnariat salarié	N	Rang moyen
Sans actionnaires salariés	126	167,46
Actionnariat salarié entre [0,01% ; 3% [	217	237,91
Actionnariat salarié $\geq 3\%$	110	273,68
Total	453	

Test ^(b)

	REMINCIT
Khi-deux	41,62
ddl	2
Signification asymptotique	,000

(b) Critère de regroupement : trois groupes d'entreprises selon le pourcentage d'actionnaires salariés

Le test de Kruskal -Wallis a été appliqué aux 453 observations classées selon le pourcentage du capital détenu par les actionnaires salariés et anciens salariés de l'entreprise. Le premier groupe concerne les entreprises qui n'ont pas encore mis en place un plan d'actionnariat salarié (ci-après PAS). Le second groupe rassemble les entreprises ayant mis en place un PAS et dont la participation des salariés n'excède pas le seuil de 3%. Enfin, un troisième groupe est composé des entreprises qui ont un actionnariat salarié significatif, c'est-à-dire qu'au moins 25% des salariés détiennent plus de 3% du capital de leur entreprise (FAS, 2006). La valeur p du test est hautement significative ($p = 0,000$). L'hypothèse nulle est donc rejetée. Par conséquent, il existe une différence significative dans la structure de la rémunération entre les trois groupes d'entreprises. Le résultat du test montre que la part de la rémunération incitative est plus importante dans les entreprises avec un actionnariat salarié significatif.

◆ L'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise

Tableau 104 : Tests de Kruskal –Wallis des mesures de la performance de l'entreprise selon le pourcentage du capital des actionnaires salariés

Période : 2002-2005	Actionnariat salarié	N	Rang moyen
Rendement des actifs en %	Sans actionnaires salariés	271	363,84
	Actionnariat salarié entre [0,01% ; 3% [	308	364,67
	Actionnariat salarié ≥ 3%	129	310,60
	Total	708	
Rendement des capitaux employés en %	Sans actionnaires salariés	243	284,35
	Actionnariat salarié entre [0,01% ; 3% [	265	318,09
	Actionnariat salarié ≥ 3%	109	341,86
	Total	617	
Net Profit Margin en %	Sans actionnaires salariés	242	308,59
	Actionnariat salarié entre [0,01% ; 3% [	269	318,35
	Actionnariat salarié ≥ 3%	109	295,36
	Total	620	
Rendement des actifs nets	Sans actionnaires salariés	239	316,83
	Actionnariat salarié entre [0,01% ; 3% [	265	304,51
	Actionnariat salarié ≥ 3%	109	291,51
	Total	613	
Rendement total pour l'actionnaire (TSR)	Sans actionnaires salariés	260	336,02
	Actionnariat salarié entre [0,01% ; 3% [	291	342,84
	Actionnariat salarié ≥ 3%	126	336,28

Test ^(b)

	Rendement des actifs en %	Rendement des capitaux employés en %	Net profit margin en %	Rendement des actifs nets	TSR
Khi-deux	7,271	9,041	1,323	1,622	,197
ddl	2	2	2	2	2
Signification asymptotique	,026	,011	,516	,444	,906

(b) Critère de regroupement : trois groupes d'entreprises selon le pourcentage d'actionnaires salariés

4.2.5 Les déterminants du niveau de la rémunération globale

L'estimation de la rémunération globale (ci-après RG) montre que la taille et la structure du conseil n'influencent pas le niveau de la RG. En revanche, la centralité de proximité, la centralité de degré et la proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil influencent positivement la RG. La RG des dirigeants des sociétés à capital dispersé est au minimum plus élevée de 17,8% que celle des dirigeants des sociétés à capital contrôlé (voir tableau 105).

Par ailleurs, la RG est plus faible dans les sociétés contrôlées par l'Etat français que celle des dirigeants des sociétés à capital dispersé. Les coefficients des variables du contrôle familial et du contrôle par une autre société sont négatifs mais non significatifs (voir tableau 106). En ce qui concerne l'influence de la propriété institutionnelle sur le niveau de la RG, l'ensemble des spécifications alternatives (II globalement, II français et II étrangers) montre des coefficients proches de zéro et non significatifs (respectivement 0,001, $p = 0,823$; 0,002, $p = 0,611$ et -0,003, $p = 0,544$).

Le lien entre le rendement pour l'actionnaire et la rémunération globale est très faible et non significatif (0,001 ; $p = 0,392$). Enfin, la taille de l'entreprise influence positivement le niveau de la RG. En effet, cette dernière augmente d'au moins 4,3% lorsque la capitalisation boursière annuelle moyenne augmente de 10%.

Tableau 105 : Résultats des régressions générales de la rémunération globale (RG) selon les mesures de la centralité du conseil.

Variables	Signes	RG		RG		RG	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+ /-	0,519	3,645 (0,000)*				
Centralité de degré (en nombre)	+/-			0,020	2,027 (0,043)**		
Centralité d'intermédiarité (%)	+ /-					-0,076	-1,061 (0,290)
Constante	+ /-	0,088	0,210 (0,834)	0,397	0,846 (0,398)	-0,156	-0,355 (0,723)
TCA	+	0,008	0,682 (0,496)	0,008	0,637 (0,524)	0,017	1,407 (0,160)
PAI	+/-	0,007	3,230 (0,001)*	0,008	3,832 (0,000)*	0,008	4,042 (0,000)*
Conseil moniste (PDG)		-0,071	-0,805 (0,422)	-0,090	-1,018 (0,309)	-0,086	-0,963 (0,336)
Dispersion du capital		0,183	1,828 (0,068)***	0,227	2,198 (0,029)**	0,179	1,752 (0,081)***
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,431	12,067 (0,000)*	0,433	11,273 (0,000)*	0,475	13,220 (0,000)*
TSR	+	0,001	0,857 (0,392)	0,002	1,029 (0,304)	0,001	0,893 (0,372)
ROA	+	0,000	-0,041 (0,967)	0,001	0,128 (0,898)	-0,003	-0,333 (0,739)
RISQUE	+	-0,003	-0,264 (0,792)	-0,004	-0,333 (0,739)	0,001	0,054 (0,957)
Équipement et services de santé	+ /-	-0,029	-0,155 (0,877)	-0,056	-0,292 (0,770)	-0,054	-0,279 (0,781)
Biens de consommation	+ /-	0,132	1,020 (0,308)	0,157	1,204 (0,229)	0,173	1,323 (0,187)
Distribution généraliste et spécialisée	+ /-	-0,398	-1,909 (0,057)***	-0,439	-2,080 (0,038)**	-0,478	-2,262 (0,024)**
Électronique et Équipement électrique	+ /-	0,267	1,629 (0,104)	0,213	1,279 (0,202)	0,260	1,550 (0,122)
Services aux collectivités - transport industriel	+ /-	-0,195	-0,915 (0,361)	-0,294	-1,317 (0,189)	-0,133	-0,604 (0,546)
Logiciels et services informatiques	+ /-	0,054	0,354 (0,724)	0,011	0,072 (0,942)	0,009	0,058 (0,953)
Voyages et loisirs	+ /-	-0,312	-1,633 (0,103)	-0,232	-1,197 (0,232)	-0,257	-1,327 (0,185)
Assurances, banques et services financiers	+ /-	-0,304	-2,044 (0,042)**	-0,356	-2,341 (0,020)**	-0,277	-1,783 (0,075)***
Médias et publicité	+ /-	0,145	0,947 (0,344)	0,181	1,172 (0,242)	0,180	1,161 (0,246)
A. 2004	+ /-	-0,095	-0,956 (0,340)	-0,093	-0,922 (0,357)	-0,102	-1,018 (0,309)
A. 2005	+ /-	-0,245	-2,388 (0,017)**	-0,242	-2,327 (0,021)**	-0,255	-2,445 (0,015)**
R ² Aj.			59,4		58,4		58,1
F.			30,23		29,08		28,70
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,927		1,907		1,902
n			400		400		400

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 106 : Résultats des régressions générales de la rémunération globale (RG) selon les mesures de la centralité du conseil et la nature de l'actionnariat.

Variables	Signes	RG		RG		RG	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	0,505	3,450 (0,001)***				
Centralité de degré (en %)	+/-			25,32	2,186 (0,029)*		
Centralité d'intermédiarité (%)	+/-					-0,083	-1,153 (0,249)
Constante	+/-	0,177	0,385 (0,700)	0,620	1,212 (0,226)	0,013	0,026 (0,979)
TCA	+	0,011	0,921 (0,358)	0,010	0,801 (0,424)	0,019	1,587 (0,113)
PAI	+/-	0,006	2,944 (0,003)*	0,007	3,482 (0,001)*	0,007	3,691 (0,000)*
Conseil moniste		-0,065	-0,725 (0,469)	-0,088	-0,983 (0,326)	-0,095	-1,049 (0,295)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,438	12,177 (0,000)*	0,434	11,303 (0,000)*	0,477	13,181 (0,000)*
TSR	+	0,001	0,691 (0,490)	0,001	0,814 (0,416)	0,001	0,713 (0,476)
ROA	+	-0,001	-0,077 (0,939)	0,002	0,173 (0,862)	-0,002	-0,247 (0,805)
RISQUE	+	-0,003	-0,220 (0,826)	-0,007	-0,590 (0,556)	0,001	0,121 (0,903)
CFE		-0,199	-1,586 (0,114)	-0,288	-2,299 (0,022)**	-0,269	-2,140 (0,033)**
CPM		-0,113	-1,023 (0,307)	-0,126	-1,126 (0,261)	-0,075	-0,666 (0,506)
CETAT		-0,527	-2,392 (0,017)**	-0,632	-2,739 (0,006)*	-0,470	-2,092 (0,037)**
A. 2004	+/-	-0,101	-1,022 (0,308)	-0,103	-1,027 (0,305)	-0,111	-1,106 (0,269)
A. 2005	+/-	-0,251	-2,447 (0,015)**	-0,250	-2,416 (0,016)**	-0,266	-2,558 (0,011)**
R ² Aj.			59,6		58,8		58,4
F.			27,77		26,94		26,55
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,928		1,898		1,903
n			400		400		400

PS : les valeurs concernant les secteurs d'activité ne sont pas reportées.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 107 : Synthèse des principaux résultats

Echantillon : « premiers dirigeants » de 181 sociétés cotées au SBF 250
Période : 2002 à 2005

A/ Rémunération fixe

N°	Hypothèse	Résultat attendu	Résultat observé
H 1	Cumul des mandats par le dirigeant	+	infirmée
H 2	Centralité du conseil - centralité de degré - centralité de proximité - centralité d'intermédiation	+	Validée Infirmée Infirmée
H 3	La structure du conseil - Structure moniste versus structure dualiste - Structure avec séparation des fonctions (DG et PCS)	+/-	Infirmée Validée : le directeur général perçoit une rémunération fixe plus faible que le PDG et le Président du directoire
H 4	Taille du conseil	+	Infirmée
H 5	Part du capital des investisseurs institutionnels - II pris globalement - II étrangers - II français	+/-	Infirmée Validée : Significatif et positif Infirmée
H 6	Dispersion/concentration du capital au seuil de 20%	+/-	Validée : Significatif et positif
H 7	Nature de l'actionnariat Par rapport aux sociétés à capital dispersé : (par ordre décroissant) - contrôle par l'Etat français - contrôle par une famille ou un entrepreneur - contrôle par une autre société	+/-	Validée : plus faible Validée : plus faible Validée : plus faible

B/ Bonus annuel

N°	Hypothèse	Résultat attendu	Résultat observé
H 1	Cumul des mandats par le dirigeant	+	Validée
H 2	Centralité du conseil - Centralité de degré - Centralité de proximité - Centralité d'intermédiarité	+	Infirmée
		+	Validée
		+	Infirmée
H 3	La structure du conseil - Structure moniste classique versus structure dualiste - Structure moniste avec séparation des fonctions versus structure moniste et structure dualiste.	+/-	Infirmée
			Infirmée
H 4	Taille du conseil	+	Validée
H 5	Part du capital des investisseurs institutionnels - II pris globalement - II étrangers - II français	+/-	Infirmée
			Infirmée
			Infirmée
H 6	Dispersion/concentration du capital au seuil de 20%	+/-	Infirmée : indifférent
H 7	Nature de l'actionariat Par rapport aux sociétés à capital dispersé : (par ordre décroissant) - Contrôle par l'Etat français - Contrôle par une famille ou un entrepreneur - Contrôle par une autre société	+/-	Validée : plus faible
			Infirmée
			Infirmée
H 8	Performance de l'entreprise - Performance boursière (TSR) - Performance financière (ROA) - Opportunités de croissance - Performance relative (ROA relatif)	+	Positif significatif (lien faible) Infirmée

C/ Poids de la rémunération incitative dans la rémunération globale du premier dirigeant (en %)

N°	Hypothèse	Résultat attendu	Résultat observé
H 1	Cumul des mandats par le dirigeant	+	Infirmée
H 2	Centralité du conseil - Centralité de proximité	+	Validée
H 3	La structure du conseil - Structure moniste classique versus structure dualiste (conseil de surveillance et directoire + conseil moniste avec séparation des fonctions du Président et du directeur général)	+/-	Infirmée
H 4	Taille du conseil	+	Validée
H 5	Part du capital des investisseurs institutionnels - II pris globalement - II étrangers - II français	+/-	Infirmée Infirmée Infirmée
H 6	Dispersion/concentration du capital au seuil de 20%	+/-	Infirmée
H 7	Nature de l'actionnariat Par rapport aux sociétés à capital dispersé - Contrôle par l'Etat français - Contrôle par une famille ou un entrepreneur - Contrôle par une autre société	+/-	Validée : plus faible Infirmée Infirmée
H 8	Performance de l'entreprise - absolue et relative	+	Infirmée

5. La rémunération des directeurs généraux délégués et des membres du directoire

La littérature académique et les débats publics sur la rémunération des dirigeants d'entreprise se focalisent sur les incitations accordées au premier dirigeant (PDG ou CEO dans les études anglo-saxonnes) pour créer de la valeur actionnariale. Cependant l'entreprise est souvent gérée par une équipe managériale. En effet, dans une société à conseil dualiste, le directoire est une instance collégiale décisionnaire de gestion de la société au sein duquel chaque membre autre que le président se voit confier la responsabilité d'un domaine d'activités propre. Dans les sociétés à conseil moniste, le conseil d'administration peut nommer de un à cinq directeurs généraux délégués qui ont pour mission l'assistance du directeur général, mais vis-à-vis des tiers ils sont des organes de la direction disposant « des mêmes pouvoirs que le directeur général » (article L 225-56 al. 2). Le premier dirigeant se trouve au sommet de la hiérarchie dans l'organigramme de l'entreprise, il assume la responsabilité d'atteindre le niveau de la performance globale souhaité par les actionnaires. Nous considérons que les directeurs généraux délégués et les membres du directoire (ci-après DGD/MD), collaborateurs directs du Président directeur général et du Président du directoire sont évalués à partir des mesures de la performance globale de l'entreprise et que certaines caractéristiques du conseil et du capital peuvent déterminer le niveau et la structure de leur rémunération. Notre recherche vise à contribuer à une meilleure compréhension des déterminants des composantes de la rémunération des DGD/MD des sociétés cotées au SBF 250. Dans ce qui suit, nous décrivons notre méthodologie et notre échantillon puis nous présentons les résultats et discussions.

5.1 L'échantillon

La population cible du second échantillon concerne les directeurs généraux délégués et les membres du directoire des sociétés du SBF 250. L'échantillon initial se compose de 1096 observations pour la période allant de 2002 à 2005. 507 observations ont pu être retenues pour la période 2003-2005 pour les raisons suivantes : d'abord, plusieurs sociétés n'ont pas publié la rémunération de leurs directeurs généraux délégués en 2002 préférant communiquer seulement sur la rémunération du « premier dirigeant » ou le montant de rémunération globale de l'équipe dirigeante. Par conséquent, les observations de l'année 2002 ont été écartées de

l'analyse. Ensuite, les dirigeants pour lesquels l'information sur la rémunération est disponible sur une seule année de la période ont été exclus. Enfin, le critère de la disponibilité de l'information sur la composante « rémunération en espèces » des dirigeants sur trois ans (2003-2005) a été retenu comme principal critère de sélection des observations puisque c'est seulement avec ce critère que nous pouvons comparer l'évolution de la rémunération dans le temps.

Au sujet de la collecte des données, les composantes de la rémunération des DGD/MD ont été recueillies manuellement à partir des rapports annuels publiés sur les sites Internet des sociétés du SBF 250. La valeur potentielle des stock-options est calculée à l'aide de la formule de Black-Scholes-Merton à la date du 30 juin 2006. La valeur des actions gratuites est égale au nombre des actions gratuites attribuées au dirigeant i pour l'exercice t multiplié par le cours de l'action à la date d'attribution. Notons que seulement onze dirigeants de l'échantillon ont bénéficié d'actions gratuites dès la première année de leur autorisation réglementaire en 2005.

5.1.1 La distribution sectorielle de l'échantillon

Les sociétés de l'échantillon (110 sociétés) ont été classées dans dix secteurs d'activité selon la nomenclature internationale telle que présentée précédemment.

Tableau 108 : Distribution de l'échantillon par secteur d'activité

Secteur d'activité	Observations	Pourcentage
Industries	90	17,75
Biens de consommation	81	15,98
Assurances, Banques et services financiers	81	15,98
Logiciels et services informatiques	66	13,02
Electronique et équipement électrique	57	11,24
Médias et publicité	45	8,88
Equipements et services de santé	27	5,33
Services aux collectivités - Transport industriel	24	4,73
Distribution spécialisée et généraliste	18	3,55
Voyages et loisirs	18	3,55
Total	507	100

Le tableau 108 met en évidence la répartition des sociétés de l'échantillon selon le secteur d'activité. La répartition est assez inégale. Les sociétés industrielles représentent près de 18% de l'échantillon contre moins de 4% pour le secteur des voyages et loisirs de la grande distribution.

Les tableaux 109 et 110 exposent les statistiques descriptives de la valeur des options et des actions gratuites attribuées aux dirigeants par indice de cotation des entreprises de l'échantillon.

Tableau 109 : Valeur potentielle des stock-options accordées aux DGD et MD en milliers d'euros 2003-2005

	Nombre d'attribution par indice	Moyenne en milliers d'euros	Ecart-type en milliers d'euros	Centiles		
				25	Médiane	75
CAC 40	55	2184	1737	904	1618	2848
SBF 120 (hors CAC 40)	64	734	1038	240	532	800
SBF 250 (hors SBF 120)	24	372	309	98	295	609
SBF 250	143	1231	1493	310	661	1478

Sur les 507 observations, 28,2% sont concernées par une attribution de stock-options (143 attributions) et 71,8% des observations annuelles n'ont pas perçu de stock-options (364 pas d'attribution).

Tableau 110 : Valeur des actions gratuites accordées aux DGD/MD en milliers d'euros en 2005

	<i>N</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Ecart-type</i>	<i>Centiles</i>		
				25	Médiane	75
CAC 40	0	-	-	-	-	-
SBF 120 (hors CAC 40)	6	219	103	119	214	294
SBF 250 (hors SBF 120)	5	68	14	98	64	609
SBF 250	11	150560	107698	56700	119640	82020

5.1.2 La synthèse des variables des modèles spécifiés

Variables	Définitions et mesures
Variabes à expliquer :	
RF	Rémunération fixe accordée au dirigeant au début de l'année t
BA	Bonus annuel versé au dirigeant en (t+1) au titre de l'année t
RE	Rémunération en espèces (RF + BA)
RI	Rémunération incitative (BA + valeur potentielle des stock-options et des actions gratuites attribuées au dirigeant au titre de l'année t)
RG	Rémunération globale (RF + BA + RI)
Variabes explicatives	
Déterminants économiques de la rémunération :	
MTBV	Ratio capitalisation boursière / valeur comptable des capitaux propres
ROA	Rendement des actifs totaux à la fin de l'année
ROE	Rendement des capitaux propres
TSR	Rendement total pour les actionnaires
RISQUE	Ecart-type du ratio ROA sur les 3 années précédant l'attribution de la rémunération
Déterminants politiques de la rémunération	
• <i>Variabes liées à la structure et à la nature de l'actionariat :</i>	
CFE	Variable codée 1 si le premier actionnaire est une famille ou un entrepreneur détenant plus de 20% du capital, 0 sinon.
CETAT	Variable codée 1 si le premier actionnaire est l'Etat français détenant plus de 20% du capital de la société, 0 sinon
CPM	Variable codée 1 si le premier actionnaire est une autre société qui détient plus de 20% du capital, 0 sinon
DISP	Dispersion du capital, variable codée 1 si aucun actionnaire ne détient plus de 20% du capital, 0 sinon (concentration du capital)
PIIEF	Pourcentage du capital détenu par les trois premiers investisseurs institutionnels identifiés étrangers et français.
PIIF3P	Pourcentage du capital détenu par les 3 premiers II français
PIIE3P	Pourcentage du capital détenu par les 3 premiers II étrangers
• <i>Variabes liées aux caractéristiques du conseil d'administration :</i>	
TCA	Taille du conseil, mesurée par le nombre des administrateurs siégeant dans le conseil à la fin de l'exercice t
PAI	Pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil
DGD	Variable égale à 1 si le conseil est moniste (directeur général délégué) et 0 si le conseil est dualiste (membre du directoire)
CD	Centralité de degré du conseil d'administration (ou de surveillance)
RD	Rémunération du premier dirigeant de la société (PDG, DG ou PD)
Variabes de contrôle	
SECTEUR	10 secteurs d'activités (variable binaire)
TAILLE	Logarithme de la capitalisation boursière annuelle moyenne
A. 2003	Variable binaire codée 1 si l'année est 2003, 0 sinon
A. 2004	Variable binaire codée 1 si l'année est 2004, 0 sinon
A. 2005	Variable binaire codée 1 si l'année est 2005, 0 sinon

5.2 La spécification des modèles d'analyse

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{rémunération})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_5 \text{centralité du conseil} + \beta_6 \text{performance} \\ & + \beta_7 \text{structure du capital} + \beta_8 \text{risque} + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \sum_{a=2003}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned}$$

Avec :

Rémunération : les différentes mesures de la rémunération.

L'estimation de ces modèles portera sur un échantillon composé de 507 observations dont 264 membres du directoire, soit 52,1% et 243 directeurs généraux délégués, soit 47,9%. Le nombre des observations est plus faible lorsque nous estimons le modèle de la rémunération fixe, du bonus annuel et de la rémunération incitative en raison de manque de données. En effet, plusieurs entreprises publient seulement la rémunération en espèces du dirigeant sans distinguer la part fixe de la part variable. Malgré les recommandations des rapports sur la gouvernance d'entreprise, l'information sur la rémunération des mandataires sociaux de certaines sociétés demeure peu transparente et incomplète.

5.3 L'analyse et la discussion des résultats

5.3.1 Les statistiques descriptives

Les tableaux de 1 à 4 (annexe 5, p. 337) montrent que la rémunération médiane croît sensiblement avec la taille de l'entreprise. En effet, la rémunération médiane de chacun des trois premiers quartiles de taille est nettement inférieure à celle des entreprises de très grande taille. A titre d'exemple, la rémunération globale médiane (moyenne) selon les quartiles du chiffre d'affaires s'élève à 398 500 € (561 000 €) pour les DGD/MD des entreprises de grande taille alors qu'elle est de l'ordre de 1 433 261 € (2 178 269 €) pour les DGD/MD des entreprises de très grande taille.

En ce qui concerne l'effet du secteur d'activité, le tableau 5 (annexe 5, p. 338) présente la rémunération annuelle moyenne et médiane accordée aux DGD/MD de l'entreprise pour les dix secteurs d'activité identifiés pour la période allant de 2003 à 2005. Bien que le tableau affiche des niveaux de rémunération différents, les données sont difficiles à interpréter avec certitude car elles ne sont pas ajustées par la taille de l'entreprise. Néanmoins, le secteur

financier s'avère le plus rémunérateur. Alors que le secteur des services aux collectivités et le secteur du transport industriel se positionnent comme les moins généreux. Nous observons également la prédominance de la rémunération incitative dans le secteur financier qui représente 82% de la rémunération globale moyenne sur la période allant de 2003 à 2005 contre 27% dans le secteur des services aux collectivités et transport industriel.

Les matrices de corrélation de Pearson des variables retenues sont présentées dans les tableaux 6, 7 et 8 (annexe 5, p. 339-342). Selon Rabin (1994), la multicolinéarité représente une difficulté récurrente dans les études empiriques sur la rémunération des dirigeants. Dans notre étude, certains coefficients de corrélation sont très élevés et peuvent par conséquent causer de sévères problèmes de multicolinéarité. Les variables rendement des actifs et rendement des capitaux propres, la centralité de degré et la centralité d'intermédiarité et les mesures de la taille de l'entreprise pris deux à deux sont fortement corrélées (coefficient supérieur à 0,8). Ces variables seront intégrées séparément dans nos modèles d'analyse pour mieux estimer les coefficients de régression

Les tableaux 9, 10 et 11 (annexe 5, p. 344-346) récapitulent les résultats des estimations ainsi que ceux des tests effectués pour les différentes composantes de la rémunération des dirigeants. Les tableaux 12, 13 et 14 (annexe 5, p. 347-349) présentent les résultats des estimations après changement de la variable dispersion/concentration du capital par celle de nature de l'actionnariat de contrôle.

Dans l'ensemble, les variables retenues expliquent une part importante du niveau de la rémunération des DGD/MD des entreprises de l'échantillon. En effet, les valeurs du R^2 ajustées varient entre 52,5% à 67,5% et mettent en exergue le pouvoir explicatif des modèles estimés.

5.3.2 Les déterminants de la rémunération fixe

Le modèle se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Ln}(\text{rémunération fixe})_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_5 \text{centralité du conseil} + \beta_6 \text{structure du capital} \\ & + \sum_{a=2003}^{a=2005} \beta_7 \text{années} + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Selon le premier modèle portant l'estimation des déterminants du niveau de la rémunération fixe, il ressort les résultats suivants :

La rémunération fixe augmente avec la taille de l'entreprise : l'élasticité estimée est de l'ordre de 0,254. En d'autres termes, la rémunération croît de 2,54% pour une augmentation de 10% de la taille de l'entreprise.

La variable DISP qui classe les entreprises de l'échantillon en deux groupes selon que le capital est dispersé ou concentré est dotée d'un signe positif et significatif au seuil de 5%. Les entreprises à capital dispersé accordent une RF plus importante que les entreprises contrôlées. Les variables liées aux caractéristiques du conseil d'administration n'affectent pas la RF des dirigeants. La présence des administrateurs indépendants n'affecte pas le niveau du RF ($p = 0,997$). De plus, la RF des DGD ne diffère pas de façon significative de celui des MD.

Le secteur d'activité influence le niveau de la RF. En effet, lorsque le secteur « industries » est fixé comme référence, on constate que ce dernier propose aux DGD/MD une RF plus importante (de 28,5% à 50,7%) par rapport à quatre secteurs : distribution, services aux collectivités, équipement électronique et électrique et le voyages et loisirs, et plus faible par rapport au secteur financier (-22%). Notons que pour connaître les coefficients de régression de chaque secteur d'activité par rapport à un secteur fixé comme référence, nous devons faire neuf régressions. Les coefficients des variables explicatives, autres que ceux des différents secteurs, et le pouvoir explicatif du modèle restent identiques pour chacune de ces régressions.

5.3.3 Les déterminants du bonus annuel

Pour le second modèle portant sur l'estimation des déterminants du bonus annuel, nous avons ajouté les variables de mesure de la performance et du risque de l'entreprise. Les résultats trouvés sont différents de ceux obtenus au niveau de l'estimation du salaire de base. En effet, les variables liées au conseil d'administration deviennent significatives, à l'exception du pourcentage des administrateurs indépendants. La variable structure du conseil (DGD) affiche un coefficient relativement élevé (0,272). Le niveau du BA accordé au DGD est plus important que celui des membres du directoire.

Le coefficient de la variable rendement des actifs (ROA) montre un signe négatif et significatif au seuil de 1%. Ce résultat va à l'encontre de la théorie de l'agence qui stipule un lien positif entre la rémunération incitative à court terme et la performance de l'entreprise. De plus, le BA n'est pas associé au rendement pour l'actionnaire. Par conséquent, le BA dépend d'autres mesures de performance que le rendement des actifs qui est une mesure de la performance financière globale de l'entreprise. Les membres du directoire sont évalués, en

partie sur la base de la performance du domaine d'activité sous leur responsabilité, en partie sur la performance globale de l'entreprise et également sur d'autres critères qualitatifs. D'une société à l'autre, les critères de performance sont extrêmement variables. Selon les rapports annuels, les uns privilégient la croissance du chiffre d'affaires, du résultat net et de l'autofinancement, d'autres choisissent des ratios de rentabilité comme le ROA, le ROE etc. Ces objectifs dépendent de la stratégie de l'entreprise et de son cycle d'exploitation. En général, les « objectifs personnels » ne sont pas divulgués par l'entreprise pour éviter de dévoiler sa stratégie à ses concurrents.

5.3.4 Les déterminants de la rémunération en espèces

Au niveau de la régression portant sur la rémunération annuelle en espèce nous constatons que la taille du conseil et le pourcentage des administrateurs indépendants ne sont pas significatifs. La relation entre la performance de l'entreprise (TSR) est très faible et non significative. La centralité, la structure du conseil, la dispersion du capital et la taille influencent positivement le niveau de la RE.

5.3.5 Les déterminants de la rémunération incitative

L'estimation de la rémunération incitative montre des résultats similaires à ceux obtenus au niveau de l'estimation du bonus annuel. En effet, seule la variable « risque » devient insignifiante.

5.3.6 Les déterminants de la rémunération globale

Concernant la rémunération globale, plusieurs spécifications alternatives ont été effectuées : Dans un premier modèle, nous trouvons que la taille de l'entreprise, la dispersion du capital et la centralité de degré du conseil influencent positivement et significativement la rémunération globale des DGD/MD. Toutefois, le lien rémunération/rendement pour l'actionnaire est très faible et non significatif. A l'opposé le lien rémunération/rendement des actifs est négatif et significatif au seuil de 1%. Dans un second modèle, nous supprimons les variables TSR et RISQUE. Ce changement améliore le pouvoir explicatif du modèle puisque le R^2 a progressé de 0,1% par rapport au premier modèle. La relation négative entre la rémunération et la performance financière ne change pas.

Par ailleurs, le coefficient de corrélation de Pearson entre la variable rémunération globale du principal dirigeant et la variable rémunération globale du DGD est élevé (0,827). La corrélation entre la taille de l'entreprise et la rémunération du principal dirigeant est également élevée (0,782). Dans une troisième estimation nous avons remplacé la variable taille d'entreprise par la rémunération globale du principal dirigeant. Il ressort ce qui suit : quand la rémunération du principal dirigeant augmente de 10% la rémunération des DGD/MD progresse de 6,22%. Les DGD sont mieux rémunérés que les membres du directoire (+15,6%).

La taille du conseil, la présence des administrateurs indépendants, le rendement des actifs, le risque et la structure du capital (DISP) ne sont plus significatifs. Toutefois, nous constatons un lien positif et significatif au seuil de 1% entre la RG et le rendement total de l'actionnaire. Mais le coefficient est très faible. En effet, lorsque ce taux augmente de 10% la rémunération globale augmente de seulement 0,03%. Lorsque nous supprimons la variable RISQUE, la variable ROA ou les deux à la fois, la sensibilité du TSR reste identique mais la variable taille du conseil devient significative au seuil de 10%.

En ce qui concerne la nature de l'actionnariat de l'entreprise, nous avons introduit dans nos modèles d'analyse, trois nouvelles variables dichotomiques selon la nature de l'actionnaire de contrôle. Les résultats révèlent que le salaire de base des DGD/MD des sociétés familiales et des entreprises contrôlées par une autre société ne diffère pas significativement de celui des dirigeants des sociétés à capital dispersé. En revanche, les sociétés contrôlées par l'Etat français (au seuil de 20%) proposent un salaire plus bas que les sociétés à capital dilué (-25%), mais la différence du niveau du salaire de base de ces sociétés est insignifiante par rapport aux autres sociétés contrôlées.

Par ailleurs, par rapport aux sociétés à actionnariat dispersé, le niveau de la rémunération incitative des DGD/MD des sociétés familiales est moins élevé dans les sociétés familiales devant les entreprises contrôlées par une autre société et les entreprises contrôlées par l'Etat. Ceci s'explique essentiellement par le fait que les sociétés contrôlées ont tendance à offrir moins d'options d'achat d'actions à leurs dirigeants.

À propos de la présence des investisseurs institutionnels (II), nous avons intégré dans nos modèles respectifs le pourcentage du capital détenu par les trois premiers II étrangers et français. Les résultats montrent que les II n'influent pas sur la rémunération annuelle en espèces, incitative et globale. Toutefois, nous trouvons une influence négative et significative des II sur le niveau du bonus annuel (-0,026, $p=0,024$). Ce dernier baisse de 0,026% lorsque le pourcentage détenu par les trois premiers II augmente de 1%. Si les II sont actifs, ce

résultat conforte la théorie de l'agence concernant la présence de blocs de contrôle comme mécanisme de surveillance des dirigeants. Parmi les trois premiers II dans le capital de l'entreprise, nous avons distingué la part du capital détenue par les II français et celle détenue par les II étrangers. Les estimations séparées des modèles montrent que le bonus annuel est essentiellement modéré par la présence des II français (0,04, $p = 0,01$, $n = 141$ observations) puisque l'influence des II étrangers est insignifiante. Dans les autres modèles, la part détenue par les trois premiers II français n'a pas d'impact sur les mesures de la rémunération. A l'opposé, nous trouvons une relation positive et significative entre le pourcentage du capital des II étrangers et la rémunération fixe, en espèces et globale (0,022 ; 0,019 ; 0,024 et $p = (0,006), (0,094), (0,085)$, respectivement).

6. Conclusion

Comme tout travail empirique, celui-ci présente certaines limites. Premièrement, le pourcentage du capital détenu par les actionnaires ne correspond pas nécessairement au pourcentage des droits de vote. Cette information est indisponible pour une grande partie de notre échantillon. Deuxièmement, l'information sur les investisseurs institutionnels est très hétérogène. En effet, plusieurs entreprises ne distinguent pas les investisseurs étrangers des investisseurs français ou intègrent le pourcentage du capital détenu par les II avec celui détenu par le « public ». Les institutions concernées par ces informations ne disposent pas de ce type de données. En effet, ni l'Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2I)⁵³ ni la Banque de France n'ont pas été en mesure de nous fournir ces données puisque aucune base de données n'est prévue à cet effet. L'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) a suspendu la publication « Investisseurs Institutionnels -Annuaire statistique » en 2003. Depuis 2005, cette institution publie des statistiques sur les actifs financiers et non financiers des investisseurs institutionnels fournies par les Banques Centrales ou par les Instituts nationaux de Statistique. Troisièmement, la taille de notre échantillon est réduite par rapport à l'échantillon initial (1096 observations-années) puisque nous avons préféré tester nos hypothèses sur les DGD/MD dont l'information sur la rémunération en espèces est disponible sur toute la période de l'étude.

⁵³ AF2I compte 69 adhérents au 31/10/2007, Club de prospective des investisseurs institutionnels, enquête AF2I, conférence de presse du 13 novembre 2007, page 15. L'association a été créée le 26/07/2002.

CONCLUSION GENERALE

Cette recherche est consacrée à l'étude de l'influence de la performance et de la gouvernance d'entreprise sur la rémunération des principaux dirigeants des sociétés cotées en France. Le cadre conceptuel de la recherche suit le paradigme dominant de la théorie d'agence en intégrant deux nouvelles perspectives : la perspective politique et la perspective de psychologie sociale. La perspective politique est appréhendée par un ensemble de mesures conventionnelles de « bonne » gouvernance d'entreprise, alors que la perspective psychologique s'intéresse à l'influence des interactions entre les acteurs via le processus de la réciprocité et de la comparaison sociale sur la rémunération des dirigeants. Elle est appréhendée par la variable de cumul des mandats par le dirigeant et par les mesures de centralité du conseil d'administration dans le réseau des liens humains des administrateurs.

Dans un premier temps, une étude qualitative exploratoire du sujet de la rémunération des dirigeants en France a été réalisée. Elle a permis l'analyse des interviews effectuées auprès de six personnalités (dirigeants, consultants et administrateurs de société). Dans un second temps, une démarche méthodologique quantitative a été adoptée grâce à la construction manuelle d'une base de données sur la rémunération des dirigeants. A partir de cette base de données, deux échantillons homogènes ont été constitués. D'une part un échantillon composé des dirigeants occupant le poste de premier dirigeant à savoir Président-Directeur Général, Président du Directoire ou Directeur Général, selon la structure du conseil d'administration. Il est composé de 181 sociétés cotées au SBF 250 sur la période allant de 2002 à 2005, soit 724 observations. D'autre part, un échantillon contenant les Directeurs Généraux Délégués (DGD) et les Membres du Directoire (MD) a été retenu. Il est composé de 110 sociétés sur la période allant de 2003 à 2005, soit 507 observations.

- Les rémunérations du « premier dirigeant »

Cette recherche met l'accent sur l'analyse du niveau des différentes composantes de la rémunération (rémunération fixe, bonus annuel, stock-options et actions gratuites et rémunération incitative) et de l'intensité de la part incitative dans la rémunération globale du dirigeant. Des régressions séparées année par année ont été effectuées pour estimer les modèles spécifiés. Les principaux résultats peuvent être résumés comme suit :

- La relation entre les mesures de la performance (absolue ou relative) et le niveau des composantes de la rémunération est inexistante et elle est parfois contradictoire avec les prédictions de la théorie de l'agence puisque le coefficient du rendement des actifs est négatif et significatif dans le modèle portant l'estimation de la rémunération fixe et de la rémunération en espèces.

- En revanche, les variables de gouvernance d'entreprise permettent d'améliorer la variance expliquée des modèles. Deux familles de variables de gouvernance peuvent être distinguées : les variables liées à la structure du capital de l'entreprise et les variables liées à la structure du conseil d'administration. La variable binaire capital dispersé/capital concentré montre que lorsque le capital est dispersé, le niveau des mesures de la rémunération du premier dirigeant est significativement plus élevé, excepté pour le bonus annuel. Cette situation pourrait s'expliquer par la théorie de l'agence. Face à un actionnariat dispersé, le premier dirigeant bénéficie en effet de marges de manœuvre supérieures, ce qui augmente les coûts de son contrôle par la rémunération. En ce qui concerne l'influence de la nature de l'actionnaire de contrôle dans les sociétés à capital concentré par rapport à celles à capital dispersé, il apparaît que la rémunération des dirigeants des entreprises contrôlées par l'Etat est plus faible par rapport à celle des dirigeants des sociétés contrôlées par une famille ou par une autre société. Ce résultat peut s'expliquer au moins par deux raisons. Premièrement, la rémunération des dirigeants des entreprises contrôlées par l'Etat est particulièrement vulnérable à des pressions gouvernementales et elle est plus susceptible d'attirer l'attention des médias et de l'opinion publique, en particulier lorsque l'activité de l'entreprise concerne les services publics essentiels comme les énergies, les transports ou encore la santé. Deuxièmement, il n'existe pas un véritable marché des dirigeants. En effet, les dirigeants sont souvent nommés par l'Etat après un parcours de formation dans des écoles élitistes comme l'ENA et Polytechnique qui peut être complété par un passage par des fonctions dans un cabinet ministériel avant de rejoindre l'entreprise pour un poste de direction. Ce mode de recrutement permet à l'Etat de maintenir la rémunération des dirigeants sous contrôle. Le désengagement progressif de l'Etat français du capital rend le contrôle marginal ce qui permet aux entreprises de varier considérablement le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants. En ce qui concerne les caractéristiques du conseil d'administration, il apparaît que la composition du conseil a un impact sur le niveau de la rémunération. En effet, le niveau du bonus annuel et la rémunération globale du premier dirigeant sont positivement liés au pourcentage d'administrateurs indépendants. En l'absence de lien entre la performance et le niveau de la rémunération, ce résultat est contradictoire avec l'objectif de bonne gouvernance. La taille du

conseil d'administration influence positivement le niveau de la rémunération. Ce résultat montre que plus la taille du conseil d'administration est importante, moins le contrôle du dirigeant est efficace. Par ailleurs, la structure du conseil, qu'elle soit moniste ou dualiste, n'a pas d'influence significative sur le niveau de la rémunération du premier dirigeant. Le cumul des mandats par le premier dirigeant est une variable explicative de toutes les composantes de la rémunération. Enfin, nous ne trouvons pas de lien entre l'âge du dirigeant, sa participation au capital et le niveau de sa rémunération.

Des régressions générales ont été également effectuées. Les résultats montrent que le lien entre la rémunération et la performance dépend de la composante étudiée. En effet, le niveau du bonus annuel et de la rémunération incitative est positivement et significativement lié au rendement pour l'actionnaire (TSR). Mais la sensibilité de la rémunération à la performance est faible (0,005 et 0,007 respectivement). Autrement dit, le bonus annuel augmente de 0,005% quand le TSR augmente de 1%. Suivant les prédictions de la théorie de l'agence, nous avons orienté notre analyse sur le lien entre la part incitative de la rémunération des dirigeants et les liens humains entre les conseils d'administration. Il en ressort les résultats suivants :

Les liens humains entre conseils des sociétés du SBF 250 forment un réseau composé d'une dizaine de composantes dont la principale rassemble la quasi totalité des groupes du SBF 120. Le réseau des liens entre conseils permet de calculer trois mesures de centralité. La centralité de degré appréhendée par le nombre des liens directs observés divisé par le nombre des liens directs théoriques d'un conseil, la centralité de proximité qui mesure la proximité du conseil d'administration par rapport à l'ensemble des autres conseils et la centralité d'intermédiation qui mesure la capacité d'un conseil à être sur le chemin de longueur minimale qui relie d'autres conseils. Les résultats révèlent que la part de la rémunération incitative du premier dirigeant est positivement influencée par la centralité de proximité. En effet, une augmentation de 1% de ce ratio engendre une progression de 1,3% de la part de la rémunération incitative du premier dirigeant. Lorsque la part de la rémunération incitative est divisée en deux composantes : la part incitative liée à l'attribution des stock-options au cours de l'année et la part incitative liée à l'attribution du bonus annuel, il a été constaté que seule la part du bonus annuel est influencée positivement par la centralité de proximité. Selon l'analyse de Maati (2006), la construction aléatoire du réseau des liens entre les conseils des sociétés du CAC 40 permet d'obtenir la même structure des liens observés entre les conseils de ces sociétés. Ce résultat sous-entend que les liens entre conseils sont créés sans qu'il existe au préalable des stratégies individuelles ou collectives. D'ailleurs, la densité des liens des

sociétés du CAC 40 sur la période 1997-2006 est relativement stable (Maati, 2006 ; Agardi et Alcouffe, 2007 ; Dardour, 2008). Cependant, lorsqu'il s'agit des rémunérations, il apparaît que les liens de proximité entre conseils favorisent la progression de la part incitative de la rémunération du premier dirigeant, alors que cette dernière a un effet modéré voire inexistant sur la performance des entreprises. Nous sommes conscients de l'ambiguïté de la relation entre la centralité du conseil et la rémunération incitative des dirigeants puisque les liens entre conseils peuvent être motivés par d'autres approches théoriques (coopération, participation au capital, etc.). Notre analyse montre qu'il existe un phénomène de comparaison sociale et de mimétisme des pratiques de détermination de la rémunération incitative. Il a été constaté que 21 comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 ont des liens directs ou indirects via des intermédiaires. Ce résultat est d'autant plus robuste que l'intensité des liens est minimisée par l'absence de prise en compte des liens non réciproques entre conseils. En effet, Alcouffe et Alcouffe (1998) révèlent que certains mandataires représentent leur groupe dans d'autres conseils, alors qu'ils ne siègent pas dans le conseil d'administration de leur entreprise. L'influence des liens humains sur la part de la rémunération incitative peut être étudiée par d'autres formes de relations que celles des conseils d'administration ou des comités des rémunérations. L'étude des liens entre les sociétés de conseil en rémunération et les entreprises représente une piste sérieuse pour mieux comprendre les pratiques des entreprises en la matière. La possibilité de telles études est tributaire de l'accessibilité des chercheurs à ces informations qui restent à ce jour confidentielles.

Face aux critiques des acteurs économiques quant au niveau « excessif » des rémunérations des dirigeants des grandes entreprises cotées, les dirigeants n'hésitent pas à justifier leur rémunération par un effet de rattrapage du retard français par rapport à la norme « mondiale ». Avec la mondialisation de l'économie, l'argument de l'existence d'un marché international des dirigeants devient crédible du moins au niveau conceptuel. Les dirigeants français seraient donc susceptibles d'être débauchés par de grandes firmes internationales, notamment américaines et devraient donc être payés comme leurs homologues outre-atlantique puisque dans ce territoire le niveau des rémunérations est le plus élevé à l'échelle mondiale. Toutefois, dans les faits, le marché international des dirigeants est embryonnaire, voire inexistant, en France. Les dirigeants français restent fortement marqués par leur culture nationale. Le profil des dirigeants français ne correspond pas à celui des dirigeants des autres pays et semble difficilement exportable. A l'inverse des dirigeants étrangers demeurent rares à la tête des grands groupes français, mais plus nombreux à la tête des filiales de ces groupes. La rémunération des dirigeants de filiales est déterminée en fonction des pratiques du pays

d'accueil. Elle peut être plus élevée par rapport à celle du directeur général du groupe. A titre d'exemple, la rémunération du dirigeant de la filiale AXA aux Etats-Unis est nettement plus importante que celle du Président du directoire du groupe.

Gomez P-Y (2008b) rappelle un argument qui semble avoir été oublié dans la recherche d'une justification de la rémunération des dirigeants là où l'argument d'un marché régulateur par le jeu d'un ajustement mécanique de l'offre et de la demande a échoué. En effet, « les investisseurs sont incapables d'établir le lien exact entre le travail du dirigeant et la rémunération juste pour le récompenser » (Gomez, Le Monde, 28.10.2008). L'économiste et sociologue Thorstein Veblen (1899) dans la *théorie de la classe de loisir* montre que lorsque les individus sont dans l'incapacité de déterminer la valeur d'usage d'un bien, ils préfèrent le payer plus cher, parce que le prix élevé rassure sur son usage. Ce qui est cher est bien. Cet effet Veblen ou effet de snobisme explique que certains biens ont des prix démesurés par rapport à leur valeur d'usage réelle. Selon Gomez P-Y (2008b) ce raisonnement peut être appliqué à la rémunération des dirigeants. Les actionnaires préfèrent un dirigeant qui perçoit une forte rémunération à un dirigeant qui a une faible rémunération. Le niveau de la rémunération du premier les rassure quant à ses éventuels talents. Si le second est mal rémunéré, c'est que le marché n'en veut pas, parce qu'il n'est pas assez talentueux. Ce raisonnement doit être analysé avec prudence car le dirigeant n'est pas comparable à un bien de luxe. Le dirigeant remplit le rôle de symbole dans l'organisation, il n'arrive pas par hasard à la tête de l'entreprise.

S'ils se sont longtemps battus pour préserver le secret sur leurs rémunérations, les dirigeants français se prêtent aujourd'hui au jeu de la transparence qui constitue finalement pour eux un moyen de dédouanement et un formidable accélérateur en la matière. Cependant, la transparence demeure imparfaite, les informations publiées au titre de cette obligation demeurent difficilement lisibles. Il y a encore une réelle hétérogénéité dans la présentation des données sur les composantes de la rémunération des dirigeants. Les entreprises ne s'appuient pas sur une méthodologie commune et certaines d'entre elles n'hésitent pas à changer leurs méthodes de présentation de l'information dans leur rapport annuel rendant par conséquent difficile les comparaisons des rémunérations d'une année à l'autre. De même les critères de performance affichés ne permettent pas d'établir un lien avec la performance, ni de comprendre comment a été réellement fixé le montant de la rémunération. La multiplication des modes de rémunération a surtout permis aux dirigeants de lisser, à la hausse, les évolutions de leurs rémunérations et de s'adapter aux risques de marché. Ainsi, la structure de

la rémunération est très mouvante et les critères de performance peuvent être fixés en fonction des circonstances de l'environnement et des orientations stratégiques voulues par les acteurs de l'industrie financière et plus particulièrement par les investisseurs institutionnels. En 2003, la baisse générale des cours de la bourse a conduit à un recul des stock-options accordées aux dirigeants des sociétés du CAC 40, mais, la même année, la rémunération fixe et le bonus annuel (hors stock-options) de ces mêmes dirigeants ont augmenté de près de 23%.

La mise en place des comités des rémunérations n'a pas conduit à la création d'un véritable contre pouvoir au sein de la société. En réalité ces comités sont encore bien souvent un moyen de limiter la transparence des modes de détermination de la rémunération des dirigeants. A l'image du conseil d'administration dont ils sont issus, les administrateurs qui composent les comités manquent d'indépendance à l'égard des dirigeants. L'existence ou l'absence de ce comité n'est pas une garantie suffisante pour assurer la liaison entre la rémunération et la performance de l'entreprise. Certains pays estiment que les actionnaires doivent jouer leur rôle dans le contrôle des rémunérations. Ainsi, le Royaume-Uni et l'Australie ont adopté depuis 2002 des règlements exigeant la tenue de votes non exécutoires (*Say on pay*) sur le rapport de la rémunération de la haute direction. Ces lois visent à accroître « la responsabilité, la transparence et le lien entre la rémunération et la performance » (Baird, Stowasser, 2002). La responsabilisation concerne à la fois les administrateurs et les actionnaires : le vote des actionnaires permet aux administrateurs de surmonter les obstacles socio-psychologiques dans la négociation avec la direction et d'éviter l'emprise du dirigeant sur le processus de détermination de sa propre rémunération. Concernant la transparence, l'expérience du vote consultatif permet de renforcer la communication entre le comité des rémunérations et des actionnaires avant la tenue de l'assemblée générale annuelle et permet aux investisseurs de consacrer davantage de ressources pour l'analyse des plans de rémunération (Deloitte, 2004). Concernant le renforcement du lien entre la rémunération et la performance de l'entreprise, Ferri et Maber (2008) ont analysé les tendances de la rémunération avant et après l'adoption du vote consultatif au Royaume-Uni. Ils trouvent que le niveau et le taux de croissance de la rémunération n'a pas varié après l'adoption de la loi. En revanche, la sensibilité de la rémunération en espèces et de la rémunération totale à la performance financière négative (ROA négatif) est devenue plus importante, en particulier pour les entreprises où la rémunération était « excessive » avant l'adoption de la loi (2000-2002) et également pour les entreprises où le taux de votes négatifs de la résolution sur le rapport de rémunération est élevé (taux supérieur au taux médian de rejet de la résolution qui est de 11% en 2003). Plusieurs investisseurs institutionnels comme le fonds communs de placement éthique Méritas

Financial Inc. au Canada et la Fondation Ethos en Suisse, qui représente 75 caisses de pension, ont pu inscrire à l'ordre du jour des assemblées générales annuelles des sociétés des résolutions de proposition d'actionnaires relatives aux votes sur la rémunération des dirigeants. Les solutions juridiques pour limiter l'accroissement des rémunérations n'ont pas eu l'effet escompté. Pour preuve, la récente loi TEPA a visé l'encadrement des indemnités de départ et non pas leur interdiction pure et simple pour revenir au fondement de la règle de révocation ad nutum du mandataire social. En 2007, le taux de vote en faveur de la résolution d'attribution d'une indemnité de départ atteint en moyenne 93% des voix. Malgré les consignes de vote contre les indemnités de départ de l'AFG ou de RiskMetrics envisagées dans un certain nombre de sociétés car le montant dépasse les deux ans de la rémunération annuelle (fixe et variable), les résolutions ont été adoptées dans tous les cas à plus de 70% des voix. De plus, l'autorisation de l'attribution des actions gratuites pour encourager l'actionnariat salarié est détournée au profit des principaux dirigeants de l'entreprise.

- Les rémunérations des directeurs généraux délégués et des membres du directoire

Un faible lien entre la rémunération et la performance de l'entreprise est identifié lorsque la mesure « taille de l'entreprise » est remplacée par la variable rémunération du premier dirigeant. En ce qui concerne la structure du capital, le niveau de la rémunération des DGD/MD est sensiblement plus faible lorsque le capital est concentré. Cette situation pourrait s'expliquer par la théorie de l'agence. Mais l'explication peut aussi venir des rapports de force entre d'une part les administrateurs et les DGD/MD et d'autre part entre le premier dirigeant et les DGD/MD, et pas seulement de l'autonomie laissée aux dirigeants. Moins contrôlés, les DGD/MD seraient en meilleure position pour obtenir de leur conseil la satisfaction de leurs exigences monétaires. En ce qui concerne l'influence des liens humains, la centralité du conseil, que celle-ci soit mesurée par le score de degré, de proximité ou d'intermédiarité est une variable explicative de toutes les composantes de la rémunération, excepté la rémunération fixe. Comme pour le premier dirigeant, le réseau social de liens entre conseils favorise le phénomène de comparaison sociale et de mimétisme des pratiques de rémunérations des dirigeants situés à un niveau au dessous du sommet de l'échelle de la hiérarchie.

Cette recherche présente certaines limites. Premièrement, le faible nombre d'observations dans les régressions année par année ne permet pas statistiquement d'intégrer dans nos

modèles d'analyse l'ensemble des secteurs d'activité tels qu'ils sont intégrés dans les régressions générales (dix secteurs au lieu de cinq). Ceci explique en partie l'instabilité et la contradiction de certains résultats selon notre méthode d'analyse. Deuxièmement, le pourcentage du capital détenu par les actionnaires ne correspond pas nécessairement à un pourcentage identique de droits de vote. Cette information est indisponible pour une grande partie de notre échantillon. Troisièmement, la réglementation sur la transparence des rémunérations est instable. Par conséquent, nous avons écarté de nos analyses les composantes différées de la rémunération (indemnités de départ et retraite supplémentaire).

La théorie de l'agence doit être complétée par d'autres approches théoriques pour comprendre le processus, les déterminants et les conséquences des politiques de rémunération des dirigeants. Il convient d'orienter désormais les recherches vers d'autres approches théoriques (discrétion managériale, psychologie sociale, etc.) et d'approfondir le choix des variables tout en ayant conscience que les stratégies de rémunération sont mises en œuvre dans la plus grande discrétion. Cette piste nous invite à recueillir des informations auprès des membres des conseils d'administration, des membres des comités des rémunérations, des actionnaires de l'entreprise mais également des experts externes pour comprendre le phénomène de la rémunération des dirigeants. Dans ce sens, notre recherche peut être complétée par des études qualitatives sur les missions des membres des comités des rémunérations et des membres du conseil d'administration. Ces études auront pour objectif d'apporter des réponses à certaines questions : quels sont les critères de sélection qui interviennent dans la nomination des membres du comité des rémunérations ? Quel est le rôle du comité de sélection ? Si le comité des rémunérations fait appel à des conseillers externes en rémunération : qui sont-ils ? Par qui sont-ils choisis ? Existe-il des conflits d'agence entre les administrateurs et les actionnaires ? Dans ce cadre, il est possible que l'incitation des membres du conseil par la rémunération monétaire et non monétaire puisse les encourager à être plus engagés dans le contrôle de la rémunération des dirigeants.

Enfin, l'accessibilité des bases de données sur les rémunérations des dirigeants français permet sans doute de retenir l'attention des chercheurs sur ce thème de recherche qui demeure peu exploité dans le contexte français.

BIBLIOGRAPHIE

A

- ABOWD J. M. (1990), « Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate performance? », *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, pp. 53-73.
- ABOWD J. M., KAPLAN D. S. (1999), « Executive Compensation: six Questions That Need Answering », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, N°4, pp. 145-168.
- ABRAHAMSON E., PARK C. (1994) « Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective », *Academy of Management Journal*, Vol. 37, N°5, pp. 1302-1334.
- AFEP et MEDEF (2003), *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, Rapport AFEP-MEDEF d'octobre.
- AGARDI D., ALCOUFFE A. (2009), Conseil d'administration et gouvernement de la firme de 1992-2006, *Analyse et transformation de la firme. Approche pluridisciplinaire*, éd. la Découverte, pp. 115-126.
- AGRAWAL A., KNOEBER C. R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, N° 3, pp. 377-397.
- AGRAWAL A., MAKHIJA A. K., MANDELKER G. N. (1991), « Executive Compensation and Corporate Performance in Electric and Gas Utilities », *Financial Management*, Vol. 20, pp. 113-124.
- AGUILERA R., CUERVO-CAZURRA A. (2004), « Codes of good governance world-wide: what is the trigger? », *Organization Studies*, Vol. 25, N°3, pp. 415-433.
- ALBOUY M. (2004), « Rémunération des dirigeants et performance boursière », *Analyse Financière*, No. 10, janvier, pp. 42-44.
- ALCHIAN A. (1987), « Some Perspectives on the Modern Theory of the firm: a Conference in Honor of Armen-Albert Alchian: Concluding Remarks », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 143, Mars, pp. 232-234.
- ALCHIAN A. (1969), *Corporate Management and Property Rights*, in H.G. Manne, (ed.) Economic policy and Regulation of Corporate Securities, American Enterprise Institute, Washington DC.
- ALCOUFFE C. (2007), *La rémunération des dirigeants*, in *Comités exécutifs, voyage au cœur de la dirigeance*, coordonné par Frank Bournois, et Jérôme Duval-Hamel, ch. Carrières et motivations d'une élite, Editions d'organisation, pp. 105-119.

- ALCOUFFE C. (2004), « Entre spécificité et alignement : un tableau de la gouvernance d'entreprise en France », *Colloque pour une meilleure gouvernance d'entreprise*, Université St Clément d'Ohrid, Sofia, Bulgarie, 2-3/12/2004. Actes sur CDRom.
- ALCOUFFE A., KALWEIT C. (2003), « Droits à l'information des actionnaires et actions sociales des associés en France et en Allemagne. Considération de droit comparé en relation avec les directives américaines », *Revue Internationales de Droit Economique*, pp. 159-196.
- ALCOUFFE A., ALCOUFFE C. (2000), « Executive Compensation Setting Practices in France », *Long Range Planning*, 33, pp. 527-543.
- ALCOUFFE C. (2000), « Judges and CEO: French aspects of corporate governance », *European Journal of Law and Economics*, Vol. 9, 2, pp. 127-144.
- ALCOUFFE A., ALCOUFFE C. (1998), « Contrôle, performances et rémunération des dirigeants », communication à l'Ecole de Printemps en Economie et Gestion, organisée par l'Ecole Polytechnique, l'Ecole des Mines, l'ESSEC, l'INRA et le LEI, à l'ESSEC, les 25 et 26 mai, Actes du colloque, 20 pages.
- ALCOUFFE A., ALCOUFFE C. (1997), « Control and Executive Compensation in Large French Companies », *Journal of Law and Society*, Basil Blackwell, Oxford, Vol. 24, March, pp. 85-103.
- ALEXANDRE H., PAQUEROT M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3, N°2, juin 2000, pp. 5-29.
- ALLOUCHE J., AMANN B. (2002), « L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale », *Revue française de gestion*, N°141, pp. 109-130.
- AMBLARD M. (2005), « La comptabilisation des stock-options : comptabilité d'entreprise ou comptabilité d'actionnaire ? », *Gestion 2000*, N°4, Juillet /Août, pp. 187-206.
- ANDERSON R. C., REEB D. (2004), « Moral hazard problems, large shareholders, and the balance of power », *working paper*, Temple University.
- ANDERSON R. C., BIZJAK J. M. (2003), « An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, pp. 1323-1348.
- ANDERSON R. C., FRASER D. R. (2000), « Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, pp. 1383-1398.
- ANTLE R., SMITH A. (1986), « An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives », *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, N°1, pp. 1-39.
- AOKI M. (2000), *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity*, Oxford University Press.

AOKI M. (1998), « The Evolution of Organizational Convention and Gains from Diversity », *Working paper 97032*, Stanford University, Department of Economics.

ARROW K. (1965), *Principals and Agents: the structure of American business*, Boston, Harvard Business School press.

ARTHURS J. D., BUSENITZ L. W. (2003), « The boundaries and limitations of Agency Theory and Stewarding Theory in the Venture », *Capitalist/Entrepreneur Relationship, Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28, Issue 2, pp. 145-162.

AUBERT N. (1982), *Le pouvoir usurpé ? Femmes et hommes dans l'entreprise*, Paris, Robert Laffont.

Autorité des Marchés Financiers - AMF (2005), *Le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des émetteurs faisant appel public à l'épargne*, Rapport.

Assemblée nationale (2003), *Rapport d'information sur la réforme du droit des sociétés*, N°1270, présenté par le Député Pascal Clément, Décembre, Rapport Consulté en janvier 2004 sur le site <http://www.assemblee-nationale.fr/12/rap-info/i1270.asp>.

B

BAGLIA B. R., MOYER C., RAO R. S. (1996), « CEO Duality and firm performance: What's the fuss? », *Strategic Management Journal*, 17, pp. 41-43.

BAILLOD R. (1983), « Le juste motif de révocation des dirigeants sociaux », *RTD com*, p. 395.

BAIRD J., STOWASSER P. (2002), « Executive Compensation Disclosure Requirements: The German, UK and US Approaches », *PracticalLaw.com, PLC Document 4-101-7960*, September 23.

BAKER J. C. (1939), « Executive Compensation Payments by Large and Small Industrial Companies », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 53, N°3, pp. 404-434.

BAKER G. P., JENSEN M. C., MURPHY K. J. (1988), « Compensation and Incentives: Practice vs. Theory », *Journal of Finance*, Vol. 47, July, pp. 593-616.

BALKIN D. B., GOMEZ-MEJIA L. R. (1987) « Toward a contingency theory of compensation strategy », *Strategic management journal* », Vol. 8, pp. 169-182.

BANKER R. D., DATAR S. M., MAINDIRATTA A. (1988), « Unobservable Outcomes and Multiattributable Preferences in the Evaluation of Managerial Performance », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 5, N°1 (fall /automne).

BARBIERI J. F. (1988), *Droit des sociétés et des groupements d'affaires*, Collection Expertise comptable, édition Masson.

- BARKEMA H. G., GOMEZ-MEJIA L. R. (1998), « Managerial compensation and Firm Performance: A general Research Framework », *Academy of Management Journal*, N°41, pp. 135-145.
- BARRO J. R., BARRO R. J. (1990), « Pay, Performance, and Turnover of Bank CEOs », *Journal of Labor Economics*, Vol. 8, N° 4, pp. 448-481.
- BATCH L. (2005), « La commandite ou la préhistoire de la gouvernance d'entreprise », *Alternatives Economiques*, N° 240, Octobre, p. 71.
- BAUER M., BERTIN-MOUROT B. (1997), *Radiographie des grands patrons français, Les conditions d'accès au pouvoir*, Paris l'Harmattan.
- BAUER M., BERTIN-MOUROT B. (1987), *Les deux cents, comment devient-on un grand patron ?* éd. Seuil.
- BAUMOL W. J. (1967), *Business behavior, value and growth*, Macmillan, Nouvelle édition en 1967, New York: Harcourt, Brace and World
- BEBCHUK L. A., FRIED J. M. (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge: Harvard University Press, 278 pages.
- BEBCHUK L. A., FRIED J. (2003), « Executive compensation as an agency problem », *Journal of Economic Perspectives*, 17, pp. 71-92.
- BEBCHUK L. A., FRIED J., WALKER D. (2002), « Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation », *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69, pp. 751-846.
- BECKER G. S. (1964), *Human Capital, première édition, New York*, National Bureau of Economic Research.
- BELLAN M. (2006), « La rémunération des dirigeants de plus en plus surveillée », *Les Echos* N°19784 du 31 octobre, p. 10.
- BELLIVEAU M. A., O'REILLY C. A., WADE J. B. (1996), « Social capital at the top: The effects of social similarity and status on CEO compensation », *Academy of Management Journal*, 39, pp. 1568-1593.
- BELZILE R., VIGER C. (2002), « Options d'achats et rémunération des hauts dirigeants : Synthèse des recherches empiriques récentes », *Document de travail 01-2002*, Centre de recherche en gestion – dsc.esg.uqam.ca, Janvier, 33 pages.
- BEGLEY T. M. (1995), « Using founder status, age of firm, company growth rate as the basis for distinguishing entrepreneurs from managers in smaller businesses », *Journal of Business Venturing*, Vol. 10 pp. 249-63.
- BERLE A., MEANS G. (1932), *The modern corporation and private property*, McMillan.

- BERTRAND M., MULLAINATHAN S. (2001), « Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, N°3, pp. 901-932.
- BESSON E. (2000), Rapport sur le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, Avril, Rapport consulté le 30 mai 2005 sur le site <http://www.assemblee-nationale.fr/11/rapports/r2327-01.asp>.
- BETCHT M., BOLTON P., ROEL A. (2002), « Corporate Governance and Control », *Finance Working paper* N°02/2002, http://ssrn.com/abstract_id=343461, October.
- BHAGAT S., BLACK B. (1999), « The uncertain relationship between board composition and firm performance », *Working paper*, Columbia Law School.
- BLACK F., SCHOLES M. (1973), « The pricing of options and corporate liabilities », *Journal of Political Economy*, Vol. 81, pp. 637.
- BLASI J. R., CONTE M., KRUSE, D. L. (1996), « Employee Stock Ownership and Corporate Performance among Public Companies », *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 50, N°1, pp. 60-79.
- BLASI J. R., KRUSE, D. L. (1991), « The New Owners: The Mass Emergence of Employee Ownership Companies and what it means to American Business », New York: HarperCollins.
- BLASI J. R. (1988), « Employee Ownership: Revolution or Ripoff? », Ballinger Publishing Company, Cambridge.
- BOOTH J. R., MILLON CORNETT M., TEHRANIAN H. (2002), «Boards of Directors, Ownership and regulation», *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, pp. 1973-1996.
- BOOTH J. R., DELI D. N. (1996), « Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs », *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 81-104.
- BORGATTI S. P., EVERETT M. G., FREEMAN L. C. (2002), *UCINET for Windows: Software for social Network Analysis*, Analytic Technologies, Harvard.
- BOURDIEU P. (1989), « La Noblesse d'Etat, Grandes écoles et esprit de corps », Minuit, Paris.
- BOUTON D. (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, dit Rapport Bouton, MEDEF – AFEP, http://www.medef.fr/medias/upload/1507_FICHER.pdf.
- BOYD M. (1994), « A case for incentives », *Incentive*, Vol. 168, pp. 15-16.
- BRICKLEY J., COLES J., TERRY R. (1994), « Outside directors and the adoption of poison pills », *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, pp. 371-390.
- BURT R. S. (1983), *Corporate Profits and Cooptation*, New York: Academic Press.

C

- CABY J., HIRIGOYEN G. (2001), *La création de valeur dans l'entreprise*, 2^{ème} éd. Economica, Paris.
- CADBURY A. (1992), Committee of the Financial Aspects of Corporate Governance, Report of a committee chaired by Adrian Cadbury.
- CARPENTER J. N. (2000), « Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite? », *Journal of Finance, American Finance Association*, Vol. 55(5), p. 2311-2331, October.
- CASTANIAS R. P., HELFAT C. E. (1992), « Managerial and windfall rents in the market for corporate control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 18, pp. 153-184.
- CHAABENI S. (2003), Les PDG français et leur rôle dans le gouvernement d'entreprise, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université des Sciences Sociales, Toulouse 1.
- CHABI S., MAATI J. (2006), « The Small World of the CAC 40 », *Banque et Marchés*, 82, p. 41-53.
- CHAPAS B. (2008), « De la crise de l'ambivalence des solutions en matière de rémunération des dirigeants : l'exemple de la transparence », dossier spécial : 7^{ème} Conférence internationale de la gouvernance d'entreprise, Bordeaux IV, 5 et 6 juin, *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, N°4, 2^{ème} semestre, p. 109-124.
- CHAPELLE A., SZAFARZ A. (2001), « Ownership and Control: Dissecting the Pyramid », *working paper*, Centre Emile Bernheim (Solvay Business School, ULB).
- CHAPLINSKY S., NIEHAUS G. (1994), « The Role of ESOPs in Takeover Contests », *The Journal of Finance*, Vol. 49, N°4, September, p. 1451-1470.
- CHARREAUX G. (2008), « À la recherche du lien perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », *Economie et Sociétés*, à paraître, Actes de la 7^{ème} conférence internationale de gouvernance d'entreprise, 5 et 6 juin Bordeaux IV.
- CHARREAUX G., WIRTZ P. (2007), « Corporate Governance in France », *Working paper*, FARGO 1070201, Université de Bourgogne, Latec/Fargo, Research center in Finance, organizational Architecture and Governance.
- CHARREAUX G., WIRTZ P. (2006), *Gouvernance des entreprises : Nouvelles perspectives*, éd. Economica, Paris, 394 pages.
- CHARREAUX G. (2006), Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de gouvernance, dans *Gouvernance des entreprises - Nouvelles perspectives*, Ed. Economica, Paris, 394 pages.

- CHARREAUX G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise comportementale, une réflexion exploratoire », *Revue française de gestion*, Vol. 31, N° 157, Juillet/Août, pp. 215-238.
- CHARREAUX G. (2003), « Le point sur...les réseaux d'administrateurs et des dirigeants », *Banque et Marchés*, Septembre/Octobre, N°66, pp. 47-51.
- CHARREAUX G. (2002a), « Quelle théorie pour la gouvernance : de la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive », *Working paper*, Février, FARGO N° 010401.
- CHARREAUX G. (2002b), « Variation sur le thème : A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, Septembre, Vol. 5, N°3, pp. 5-68.
- CHARREAUX G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du financier*, Dossier : Le conseil d'administration, pour qui ? pour quoi ? 4e trimestre, pp. 6-17
- CHARREAUX G. (1999), *La théorie positive de l'agence : lectures et relectures*, in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise au XXI e siècle, Koeing G., Economica.
- CHARREAUX G., DESBRIERES P. (1998), « Gouvernement des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, N°2, pp. 57-88.
- CHARREAUX G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : théories et faits*, janvier, ouvrage collectif, Ed. Economica, janvier, 540 pages.
- CHARREAUX G. (1996), « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, N° spécial, N° 111, Novembre/Décembre, pp. 50-64
- CHARREAUX G. (1995), « Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes », *Revue d'Economie Industrielle*, N° spécial, Economie industrielle : développements récents, 1^{er} trimestre, pp. 135-172.
- CHARREAUX G. (1991), « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Economique*, Vol. 42, N°3, mai, pp. 521-552.
- CHARREAUX G., PITOL-BELIN J. P. (1985), « La théorie contractuelle des organisations, une application au conseil d'administration », *Economies et Sociétés*, Série Sciences de Gestion, Tome XIX, N°6, juin, pp. 149-181.
- CHOI J., PARK S. W., YOO S. (2005), « Do outside directors enhance firm performance? Evidence from an emerging market », *Working paper*, Temple University, 48 pages.
- CISCEL D. H., CARROLL T. M. (1980), « The Determinants of Executive Salaries: An Econometric survey », *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 62, February, pp. 7-13.

- CLARKSON M. (1994), « The Toronto conference: reflexions on stakeholder theory », *Business and Society*, Vol. 33, pp. 82-132.
- CONAC P. H. (2001), « La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes par le projet de loi NRE (2001) », 23 janvier, Disponible sur http://panjuris.univ-paris1.fr/pages/er20010123conac_mono.htm.
- CONNER, K. R., PRAHALAD C. K. (1996), « A Resource-Based Theory of the Firm: Knowledge versus Opportunism », *Organization Science*, Vol. 7, N°5, pp. 477-501.
- CONYON M. J., PECK S. I. (1998), « Board Control, Remuneration and top Management Compensation », *Academy of Management Journal*, Vol. 41, N°2, pp. 146-157.
- CONYON M. J. (1997), « Corporate governance and executive compensation », *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 15, pp. 493-509.
- CONYON M. J., MACHIN S., GREGG P. (1995), « Taking care of business: executive compensation in the United Kingdom », *Economic Journal*, Vol. 105, pp. 704-714.
- CONYON M. J., LEECH D. (1994), « Top pay, company performance and corporate governance », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 56, pp. 229-247.
- CORE J., HOLTHAUSEN R., LARKER D. (1999), « Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance », *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-406.
- CORE J., GUAY W. (1999), « The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, N°2, December, pp. 151-184.
- CORMIER D., LANDRY S., MAGNAN M. (2005), « Gestion du résultat ou optimisation fiscale ? Evaluation des octrois d'options d'achat d'actions selon le contexte de gouvernance par les actionnaires », *papier de recherche*.
- CORMIER D., MAGNAN M., FALL M. L. (1999), « L'octroi d'options sur actions et la performance Financière de la firme : une étude canadienne », *Finance, Contrôle, Stratégie*, juin, 2(2), pp. 25-49.
- COUGHLAN A., SCHMIDT R. (1985), « Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7(1-3), pp. 43-66.
- CRYSTAL G. (1991), « Why CEO compensation is so high », *California Management Review*, Vol. 34, pp. 9-30.
- CYERT R., MARCH J. (1963), *A behavioural theory of the firm*, Prentice Hall.

D

- DAILY C. M., JOHNSON J. L., ELLSTRAND A. E., DALTON D. R. (1998), « Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation », *The Academy of Management Journal*, Vol. 41, N° 2, pp. 209-220, Special Research Forum on Managerial Compensation and Firm Performance.
- DARDOUR A. (2008), « La rémunération du premier dirigeant des sociétés du SBF 250 », 29^{ème} Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, ESSEC, Cergy Pontoise, 28 et 29 mai, *Actes du colloque*.
- DAVID P., KOCHHAR R., LEVITAS E. (1998), « The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation », *Academy of Management Journal*, Vol. 41, pp. 200-208.
- DAVIS J., DONALDSON L. (1997), « The distinctiveness of agency theory and stewardship theory », *Academy of Management Review*, Vol. 22, pp. 611-613.
- DAVIS J. A., TAGIURI R. (1982), *Bivalent Attributes of the Family Firm*, Santa Barbara, CA, Owner Managed Business Institute.
- DE ALESSI L. (1973), « Property Rights, Transaction Costs, and X-Efficiency: an Essay in Economic Theory », *American Review*, Vol. 63, pp. 64-81.
- DECHOW P., SLOAN R. (1991), « Executive Incentives and the horizon problem », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, pp. 51-89.
- DECKOP J. (1988), « Determinants of Chief Executive Officer Compensation », *Industrial and Labour Relations Review*, Vol. 41 (2), pp. 215-226.
- DEFUSCO R. A., JOHNSON R. R., ZORN S. (1991), « The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making », *Financial Management*, pp. 36-43.
- DEFUSCO R., JOHNSON R., ZORN T. S. (1990), « The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders », *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 617-627.
- DELGA J. (2005), « De l'inexistence juridique de l'administrateur indépendant en France aux risques encourus », *Cahier de droit de l'entreprise*, Novembre, N°5.
- DELOITTE (2004), *Report on the Impact of the Directors' Remuneration Report Regulations: A Report for the Department of Trade and Industry*, Deloitte, Research Report.
- DEMSETZ H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, Vol. 24, June, pp. 375-390.
- DENIS D. J., SARIN A. (1999), « Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations », *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 187-223.

- DESBRIERES P. (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, Vol. 28, N°141, Novembre/Décembre, pp. 225-281.
- DESBRIERES P., MERCIER S. (2001), « Enjeux éthiques des formules d'actionnariat des dirigeants », *Revue Française de Gestion*, N°136, Novembre/Décembre, pp. 86-99.
- DESBRIERES P. (1997), « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in *Le gouvernement des entreprises : Théorie et Faits* », Charreaux G., éd. Economica, Paris, pp. 361-395.
- DEUTSCH Y. (2005), « The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta-analytic review », *Journal of Management*, Vol. 31, pp. 424-444.
- DIMAGGIO P., POWELL W. (1983), « The iron cage revisited », *American sociological Review*, Vol. 48, pp. 147-160.
- DOGAN E., SMYTH R. (2002), « Board Remuneration, Company Performance, and Corporate Governance Evidence from Publicly Listed Malaysian Companies », *ASEAN Economic Bulletin*, 19(3), pp. 205-237.
- DONALDSON L. (1990), « The Ethereal Hand: Organisational Economics and Management Theory », *Academy of Management Review*, Vol. 15, N°3, pp. 369-381.
- DONDI J. (1994), « L'Actionnariat des salariés dans les entreprises françaises : l'identification de son rôle à l'aide de résultats empiriques », *Personnel* (347), pp. 56-64.
- DONDI J. (1992), *Contribution à la connaissance de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bordeaux I.
- DUDOUE F. X., GREMONT E. (2007), « Les grands patrons et l'Etat en France 1981-2007 », *Sociétés contemporaines*, N°67.
- DUNLOP J. T. (1957), *The task of contemporary wage theory*, In G. W. Taylor and F. C. Pierson (Eds.), *New concepts in wage determination*, pp. 50-77, New York: McGraw-Hill.
- DYCK A., ZINGALES L. (2001), « Private Benefits of Control: An International Comparison », *Working paper*, Harvard Business School and University of Chicago.

E

- EATON J., ROSEN H. S. (1983), « Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration », *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 1489-1505.
- EL ABIAD Z. (2007), « La politique de rémunération des dirigeants et la création de valeur dans les entreprises familiales », Journée internationale du management, disponible sur le site : <http://www.fgm.usj.edu.lb/files/actus/interventions/Zouhour%20E1%20Abiad.doc>
- ERIK L. (2005), « On the timing of CEO stock-option awards », *Management Science*, Vol. 51, N°5, pp. 802-812.

ETHOS (2009), *Résolutions d'actionnaires "Say on Pay"*, Consulté sur le site de la fondation http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p222f_080923_Dossier_concernant_les_résolutions_dactionnaire_dEthos.pdf, Mars, 4 pages.

EZZAMEL M., WATSON, R. (1998), « Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom », *Academy of Management Journal*, 41, pp. 221-231.

F

FACCIO M., LANG L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporation », *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, N°3, pp. 365-395.

FAMA E. F., FRENCH K. R. (1999), « The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment », *Journal of Finance*, Vol. 56, N° 6, pp. 1939-1967.

FAMA E., JENSEN M. C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics* (June), Vol. 88 (2), pp. 301-325.

FAMA E. (1980), « Agency problems and theory of the firm », *Journal of Political Economy*, Vol. 88, N° 2, pp. 288-307.

FAS (2006), *Guide de L'Actionnaire Salarié, de l'Epargne Salariale et de l'Epargne Retraite* (6ème ed.), Bois-Colombes : Constellation Multi Média.

FEE C. E., HADLOCK C. J. (2003), « Raids, rewards, and reputations in the market for managerial talent », *Review of Financial Studies*, Vol. 16, pp. 1311-1353.

FERRI F., MABER D. (2008), « Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK », Harvard Business School, Disponible sur SSRN.

FESTINGER L. (1954), « A theory of social comparison processes », *Festinger Human Relations*, Vol. 7, pp. 117-140.

FICH E. M., WHITE L. J. (2003), « Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? » *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, 1-2, March, pp. 175-195.

FINKELSTEIN S., BOYD B. K. (1998), « How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation », *Academy of Management Journal*, Vol. 41 (2), pp. 179-199.

FINKELSTEIN S., HAMBRICK D. C. (1996), *Strategic leadership – top executives and their effects on organizations*, St Paul, MN: West Publishing Co.

FINKELSTEIN S., HAMBRICK D. C. (1990), « Top-management-team tenure and organizational outcomes: the moderating role of managerial discretion », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, pp. 484-503.

FIRTH M., FUNG P., RUI O. (2006), « Corporate performance and CEO compensation in China », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, N°4, pp. 693-714.

- FIRTH M., LOHNE J. C., ROPSTAD R., SJO J. (1996), « The remuneration of CEOs and corporate financial performance in Norway », *Managerial and Decision Economics*, Vol. 17, N°3, pp. 291-301,
- FISHER J., GOVINDARAJAN V. (1992), « Profit Center Manager Compensation: An Examination of Market, Political and Human Capital Factors », *Strategic Management Journal*, Vol. 13, pp. 205-217.
- FLANNERY M. J., JAMES C. M. (1984), « The effect of interest rates changes on the common stock returns of financial institutions », *Journal of Finance*, Vol. 39, N°4, pp. 1141-1153.
- FLIGSTEIN N. (1990), *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press.
- FRANÇOIS F., MAIGRET I., MARLANGE A. (2003), *Dirigeant de société, Statut juridique, social et fiscal*, Ed. Delmas.
- FREEMAN R. E. (1984), *Strategic management: A stakeholder approach*, Boston: Pitman.
- FREEMAN L. C. (1979), « Centrality in Social Networks: I. Conceptual Clarification », *Social Networks* 1, pp. 215-239.

G

- GALLAGHER D. R., SMITH G., SWAN P. L. (2006), « Do institutional Investors Really Monitor Executive Compensation? », School of Banking and Finance, University of New South Wales, Sydney, N.S.W. 2052, September, Disponible au : <http://ssrn.com/abstract=868397>.
- GAVER J. J., GAVER K. M. (1995), « Compensation policy and the investment opportunity set », *Financial Management*, Vol. 24, pp.19-32
- GAVER J. J., GAVER K. M. (1993), « Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 125-160.
- GELETKANYCZ M. A., BOYD B. K., FINKELSTEIN S. (2001), « The strategic value of CEO external directorate networks: Implications for CEO compensation ». *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 889-898.
- GELETKANYCZ M. A., HAMBRICK D. C. (1997), « The external ties of top executive: implication for strategic choice and performance », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42. pp. 654-681.
- GIBBONS R., MURPHY K. J. (1992), « Relative performance Evaluation for Chief Executive Officers », *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43 (3), Special Issue: Do Compensation Policies? Feb, pp. 30S-51S.
- GIBIRILA D. (1995), *Le dirigeant de société, statut juridique, social et fiscal*, Paris, Litec, 590 pages.

- GILSON S. (1990), « Bankruptcy, board, banks and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firm default », *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 355-387.
- GIMENO J., FOLTA T. B., COOPER A. C., WOO C. Y. (1997), « Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, pp. 750-783.
- GODARD L., RAFFOURNIER B., SCHATT A. (2008), « Quels sont les déterminants de la composition des conseils d'administration ? Le cas des entreprises belges, françaises et suisses », Article sur CD Rom, 7^{ème} conférence internationale de la Gouvernance d'entreprise, 5 et 6 juin, Université Bordeaux IV.
- GODARD L., SCHATT A. (2000), « Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration ? », *La Revue du Financier*, Vol. 127, pp. 36-47.
- GODARD L., SCHATT A. (2004), « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français : un état des lieux », *Cahier du FARGO N° 1040201*, Université de Franche-Comté.
- GOLDBERG L. G., IDSON T. (1995), « Executive Compensation and Agency Effects », *Financial Review*, Vol. 30, Issue 2, pp. 313-335.
- GOMEZ P.-Y. (2008a), *La rémunération des dirigeants*, Conférence-débat organisée par l'Institut Français des Administrateurs avec le soutien de Deloitte, 18 décembre 2008.
- GOMEZ P.-Y. (2008b), « La rémunération des dirigeants obéit aux règles du marché du luxe », Chronique dans *Le Monde Economie*, 28 octobre.
- GOMEZ P.-Y. (2003), « Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, Volume 6, N°4, décembre, p. 183-2008.
- GOMEZ P.-Y. (1996), *Le gouvernement d'entreprise : modèle économiques et pratiques de gestion*, InterEditions, Paris.
- GOMEZ-MEJIA L., LARRAZA M., MAKRI M. (2003), « The determinants of executive compensation in family controlled public corporations », *Academy of Management Journal*, Vol. 46, n°2, pp. 226-239.
- GOMEZ-MEJIA L. R., WISEMAN R. M. (1997), « Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook », *Journal of Management*, Vol. 23, N°3, pp. 291-374.
- GOMEZ-MEJIA, L. R., BALKIN D. (1992), *Compensation, organizational strategy, and firm performance*, Cincinnati: South-Western.
- GOMEZ-MEJIA L. R., TOSI H., HINKIN T. (1987), « Managerial Control, Performance, and Executive Compensation », *Academy of Management Journal*, Vol. 30, N°1, pp. 51-70.
- GORDON J. (2006), « Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Governance Paradigm », ECGI – European Corporate Governance Institute, *Working Paper* N° 74/2006, 99 pages.

GRAY S. R., CANNELLA A. (1997), « The role of risk in executive compensation », *Journal of Management*, Vol. 23, pp. 517-540.

GREENBERG E. (1980), « Participation in industrial decision making and work satisfaction », *Social Science Quarterly*, Vol. 15, pp. 551-565.

GUAY W. (1999), « The sensitivity of CEO Wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants », *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 43-71.

GUPTA O., PIKE S., ROOS G., BURGAN R. (2003), « Intellectual Capital and Improve Corporate Governance », *6th World Congress on the Management of Intellectual Capital and Innovation*, January 15-17, Hamilton, Ontario, Canada.

H

HALEK M., EISENHAUER, J. G. (2001), « Demography of Risk Aversion », *Journal of Risk and Insurance*, March 2001, pp. 1-24.

HALL B. J., MURPHY K. J. (2002), « Stock Options for Undiversified Executives », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 3-42.

HALL B. J., LIEBMAN J. (1998), « Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? », *The Quarterly Journal of Economics* 113 (3), pp. 653-651.

HALLOCK K. F. (2002), « Managerial pay and governance in American nonprofits », *Industrial Relations*, Vol. 41, pp. 377-40

HALLOCK K. F. (1997), « Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(3), pp. 331-344.

HAMBRICK D., ABRAHAMSON E. (1995), « Assessing the Amount of Managerial Discretion. In Different Industries », *Academy of Management Journal*, October, 38, pp. 1427-1441.

HAMBRICK D., FINKELSTEIN S. (1987), « Managerial Discretion: A bridge Between Polar Views of Organizational Outcomes », *Research in Organizational Behavior*, Vol.9, pp. 369-406.

HAMBRICK D., MASON A. (1984), « Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers », *The Academy of Management Review*, Vol. 9, Issue 2 (April), pp. 193-206.

HARRIS M., HOLMSTROM B. (1982), « Theory of wage dynamics », *Review of Economic Studies*, Vol. 49, p. 315-333.

HARTZEL J. C., STARKS, L. T. (2002), « Institutional Investors and Executive Compensation », *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 2351-2374.

HAUGEN R. A., SENBET L. W. (1981), « Resolving the agency problem with external capital through options », *Journal of Finance*, Vol. 36, pp. 629-647.

- HERMALIN B. E., WEISBACH M. S. (2003), « Board of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A survey of the Economic Literature », *Economic Policy Review*, Vol. 9, pp. 7-26.
- HERMALIN B. E., WEISBACH M. S. (1988), « The determinants of board composition », *Rand Journal of Economics*, Vol. 19, pp. 589-606.
- HEWITT ASSOCIATES (2008), *Pratiques d'indemnités de départ relatives au mandataire social dirigeant l'entreprise (« CEO ») et mise en conformité à la loi TEPA ainsi qu'aux recommandations de l'AFEP/MEDEF*, Rapport d'analyse, Décembre.
- HILL C. W., JONES T. M. (1992), « Stakeholder-agency theory », *Journal of Management Studies*, Vol. 29, N°2, pp. 131-154.
- HILLEGEIST S. A., PENALVA F. (2004), « Stock Option Incentives and Firm Performance », *IESE, Business School Working paper N°535*, University of Navarra.
- HIRIGOYEN G. (1997), « Salariés-actionnaires : le capital sans le pouvoir ? », *Pouvoir et Gestion* Toulouse : Presse de l'université des sciences sociales.
- HIRSHLEIFER D. (1993), « Managerial reputation and corporate investments decisions », *Financial Management Association*, Vol. 22 (2), Summer, pp. 145-160.
- HOLMSTROM B., MILGROM P. (1987), « Aggregation and linearity in the provision of intertemporel incentives », *Econometrica*, 55, pp. 303-328.
- HOLMSTROM B. (1979), « Moral Hazard and Observability », *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, N°1, pp. 74-91.
- HOUIN V. R., BOULOC B. (1976), *Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale*, t. 1, Sirey, 2^e éd., N°69; Hiérarchie des organes de gestion de la société anonyme, note J. NOIREL.
- HOUILLON Ph. (2002), Rapport de l'Assemblée Nationale n°233, sur la proposition de loi (N° 193) de M. Philippe HOUILLON, modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux, p. 5. <http://www.assemblee-nationale.fr/12/rapports/r0233.asp>.

I

- IFA (2007), *Le comité des rémunérations et des nominations*, 16 janvier.
- IFA (2005), Institut Français des Administrateurs, *Vade-mecum de l'administrateur*, Janvier.
- IFGE (2006), Institut Français de Gouvernement des Entreprises, *La professionnalisation des administrateurs de sociétés*, Cahier pour la réforme I – Arguments et propositions, Gomez P-Y et ses collègues.
- INSEE (2007), *Les salaires des chefs d'entreprises, moyennes et grandes*, Insee Première N°1150, juillet, Frank EVIN, division Salaires et revenus d'activité, étude disponible sur le lien suivant : <http://www.insee.fr/fr/ffc/ipweb/ip1150/ip1150.pdf>.

Institut Montaigne (2003), *Mieux gouverner l'entreprise*, Rapport du 05 mars.

ISAGAWA N. (2002), « Callable convertible debt under managerial entrenchment », *Journal of Corporate Finance*, N°8, pp. 255-270.

J

JANAKIRAMAN S. N., LAMBERT R. A., LARKER D. F. (1992), « An Empirical Evaluation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis », *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, pp. 53-69.

JEFFERS E., PLIHON D. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Economie Financière*, N°63, pp. 137-152.

JENSEN M. C. (2005), « Agency costs of overvalued equity », *Financial Management*, pp. 5-19.

JENSEN M. C. (1993), « The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.

JENSEN M. C. (1990), « Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires », *Harvard-L'Expansion*, été, pp. 60-72.

JENSEN M. C., MURPHY K. J. (1990), « Performance pay and top-management incentives », *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 225-264.

JENSEN M. C. (1986), « Agency costs of free cash flow, Corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, 76, Vol. 2, pp. 323-329.

JENSEN M. C., MECKLING W. H. (1976), « The theory of the firm: managerial Behavior, agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N°3, pp. 305-360.

JIN L. (2002), « CEO compensation, diversification, and incentives », *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, pp. 29-63.

JOHNSON J. L., DAILY C. M., ELLSTRAND A. E. (1996), « Board of Directors: A Review and Research Agenda », *Journal of Management*, 22(3), pp. 409-438.

JONES D., KATO T. (1995), « The productivity effects of employee ownership plans: evidence from a Japanese Panel Data », *American Economic Review*, Vol. 85, N°3, pp. 391-414

K

KADUSHIN C. (1995), « Friendship among the French Financial Elite », *American Sociological Review*, Vol. 60, pp. 202-221.

KAPLAN S. N., REISHUS D. (1990), « Outside Directorship and Corporate Performance », *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, N°2, pp. 389-411.

KEATS, B. W. (1990), « Diversification and Business Economic Performance Revisited: Issues of Measurement and Causality », *Journal of Management* 16 (1), pp. 61-72.

KERR, J., BETTIS R. (1987), « Boards of directors, top management compensation, and shareholder returns », *Academy of Management Journal*, Vol. 30 (4), pp. 645-64.

KNIGHT F. H. (1921), « Risk, Uncertainty, and Profit », New York: Harper and Row.

KOLE S. R. (1997), « The complexity of compensation contracts », *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 79-104.

KORN FERRY INTERNATIONAL (2007), *Les sociétés du CAC 40 : comment sont-elles dirigées et qui les dirige ? Etude comparative 1995/2006*, Avril.

KORN FERRY INTERNATIONAL (2005), *Fortune 1000 et gouvernement d'entreprise*.

KORN FERRY INTERNATIONAL (2004), *30th annual Board of Directors Study*, 2003, 2004.

KOTTER J. P. (1982), *The General Managers*, The Free Press, New York.

KREMP E. (1996), « Structure du capital des entreprises françaises en 1996 », *Bulletin de la Banque de France*, N°55, Juillet, 11 p.

KRUSE D. (1993), « Profit Sharing: Does It Make a Difference? Kalamazoo », MI: W. E. Upjohn Institute for Employment Research.

L

LA PORTA R., LOPES-DE-SILANES F., SCHLEIFER A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, Vol. 54(2), pp. 471-517.

LAMBERT R., LARKER D., WEIGELT K. (1993), « The structure of organisational incentives », *Administrative Sciences Quarterly*, Vol. 38, pp. 438-461.

LAMBERT R., LARKER D., WEIGELT K. (1991), « How sensitive is executive compensation to organisational size? », *Strategic Management Journal*, 12, pp. 395-402

LAMBERT R., LARKER D. (1987), « An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts », *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, pp. 85-129.

LAMBERT R., LARKER D. (1985), « Golden Parachutes, Executive Decision-Making and Shareholder Wealth », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, pp. 179-203.

LANGLOIS R., FOSS N. J. (1999), « Capabilities and Governance: The Rebirth of Production in the Theory of Economic Organization », *Kyklos*, Blackwell Publishing, Vol. 52(2), pp. 201-18.

LAZEAR E. P., ROSEN S. (1981), « Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts », *Journal of Political Economy*, Vol. 89, N°5, pp. 841-864.

LAZONICK W., O'SULLIVAN M. (1998), « Governance and the Innovative Economy: policy implications », STEP Report ISSN 0804-8185, Oslo.

- LEAR R. W., YAVITZ B. (1995), « The Best and the Worst Boards of 1995: Evaluating the Boardroom », *Chief Executive (U.S.)*, 108, pp. 24-31.
- LEECH D. (2002), « Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies », *Homo economics*, XIX (4), *Institute of SocioEconomics*, Vol. 19, pp. 345-371.
- LEHN K., PATRO S., ZHAO M. (2003), « Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000 », Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=470675> or DOI: 10.2139/ssrn.470675.
- LEWELLEN W. G., LODERER C., MARTIN K. (1987), « Executive compensation and executive incentive problems: an empirical analysis », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp. 287-310.
- LEWELLEN W. G., HUNTSMAN B. (1970), « Managerial pay and corporate performance », *American Economic Review*, Vol. 60, pp. 710-720.
- LIEBERSON S., O'CONNOR J. (1972), « Leadership and organization performance: A study of large corporations », *American Sociological Review*, Vol. 37, N°2, pp. 117-30.
- LORSCH J. W. (1995), « Empowering the Board », *Harvard Business Review* 73, N°1 January-February, Vol. 3(1), pp. 107-117.
- LUBATKIN M., SHRIVES R. E. (1986), « Toward Reconciliation of Market Performance Measures to Strategic Management Research », *Academy of Management Review*, Vol. 11(3), pp. 497-512.

M

- MAATI J., RIESTCH C. (2007), « Les liens humains entre administrateurs de sociétés : une analyse du réseau des compagnies d'assurance en France en 188 1 ».
- MAATI J. (2006), « Les administrateurs européens du FTS Eurofirst 100 constituent-ils un petit monde ? » *Conférence Internationale de l'AFFI*.
- MACEY J. R., MILLER G. P. (1997), « Universal banks are not answer to America's corporate governance problem: a look at Germany, Japan, and the U.S. », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, N°4, pp. 57-73.
- MAGNAN M. L., ST-ONGE S. CALLOC'H Y. (1999), « Power games: Boards of directors and CEO Compensation », *Ivery Business Journal*, March-April, p. 38-43.
- MAILLARD D. (2005), « Que valent les stock-options », Conservatoire National des Arts et Métiers, Chaire de Banque, *document de recherche N°4*, septembre.
- MAIN G. M., O'REILLY C. A., WADE J. B. (1995), « The CEO, the board of directors and executive compensation: Economic and psychological perspectives », *Industrial and Corporate Change*, 4: 293-332.

- MAIN B. (1992), *Top executive pay and company performance*, University of Edinburgh, Mimeograph.
- MATSUNAGA S. R. (1995), « The effects of financial reporting costs on the use of employee stock-options », *Accounting Review*, Vol. 70, pp. 1-26.
- MAURICE B. (2008), des règles pour la rémunération des dirigeants des grandes entreprises, notes consultées le 08 octobre sur le site <http://www.tnova.fr/index.php?option>.
- McCLELLAND D. C. (1985), *Human motivation*, Glenview, IL, Foresman.
- MEHRAN H. (1995), « Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 163-184.
- MERTON C. (1973), « Theory of rational option pricing », *Bell journal of economics and management science*, 4, pp. 141-183
- MILGRAM S. (1974), *Obedience to Authority*, New York: Harper & Ro.
- MILGRAM S. (1967), « The small world problem », *Psychology Today*, Vol. 2, pp. 60–67.
- MILLER J. S., WISEMAN R. M., GOMEZ-MEJIA L. R. (2002), « The Fit between CEO Compensation Design and Firm Risk », *Academy of Management Journal*, Vol. 45, 4, pp. 745-746.
- MILLER D. J. (1995), « CEO Salary Increases May Be Rational After All: Referents and Contracts In CEO Pay », *Academy of Management Journal*, 38(5): 1361-1385.
- MINTZ B., SCHWARTZ M. (1981), « The Structure of Intercorporate Unity in American Business », *Social Problems*, Vol. 29, pp. 87–103.
- MINTZBERG H. (1984), « Le manager au quotidien : les dix rôles du cadre », *les Editions d'Organisation*.
- MISHRA C. S., NIELSEN J. F. (2000), « Board independence and compensation policies in large bank holding companies », *Financial Management*, Autumn, pp. 51-70.
- MOGAVERO D. J., TOYNE M. F. (1995), « The impact of golden parachutes on Fortune 500 stock returns: A reexamination of the evidence », *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 34 (4), p. 30-38.
- MONKS R., MINOW N. (1995), *Corporate Governance*, Blackwell Publishers. Cambridge, Massachusetts.
- MORCK R. SHLEIFER A. VISHNY R.W. (1989), « Alternative Mechanisms for Corporate control », *The American Economic Review*, Vol. 79, N°4, pp. 842-852.
- MORIN F., RIGAMONTI E. (2002), « Evolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue française de gestion*, N° 141, pp. 155-181.

- MORIN F. (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs, le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue économique*, N°6, novembre, pp. 1253-1268.
- MOTTIS N., PONSSARD J. P. (2002), « L'impact des FIE dans le pilotage des entreprises », *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Plihon D. et Ponsard J.P. (éds.), *La Documentation Française*, Paris.
- MURPHY K. J., ZABOJNIK J. (2004), « CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, pp. 192-196.
- MURPHY, K. J. (2001), « Performance standards in incentive contracts », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, N°3, pp. 245-78.
- MURPHY K. J. (1999), Executive compensation. In: Ashenfelter, O., Card, D. (Eds), *Economics*, Vol. 3. North-Holland, Amsterdam, pp. 2485-2563.
- MURPHY K. J. (1998), Executive compensation. In: Ashenfelter, O., Card, D. (Eds.), In: *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, North-Holland, Amsterdam, pp. 2485-2563.
- MURPHY K. J. (1986), « Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts », *RAND Journal of Economics*, The RAND Corporation, Spring, Vol. 17(1), pp. 59-76,
- MURPHY K. J. (1985), « Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, pp. 11-42.
- MYERS S. C. (1990), « Still Searching for Optimal Capital Structure », in R. Kopcke et E. Rosenberg (Eds), *Are the Distinctions between Debt and Equity disappearing?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 33.

N

- NEWMAN M., STROGATZ S., WATTS D. (2001), « Random graphs with arbitrary degree distribution and their applications », *Physical Review*, 64, pp. 1-18
- NILSON T. (2003), « The persistence of founder influence: management, ownership, and performance effects at initial public offering », *Strategic Management Journal*, Vol. 24, Issue 8, pp. 807-724.

O

- O'BYRNE S. F. (1995), « Total Compensation Strategy », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, Issue 2, pp. 77-86.
- O'REILLY C. A., MAIN, B. G., CRYSTAL G. S. (1988), « CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories », *Administrative Science Quarterly*, 33, pp. 257-274.
- OZKAN N. (2007), « CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data », University of Bristol – Department of Finance and Accounting, July 29, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1102703>.

P

- PALIA D. (2001), « The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution », *Review of Financial Studies*, 14, pp. 735-64.
- PAQUEROT M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle », in *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica.
- PENROSE E. (1959), « The theory of the growth of the firm », Oxford University Press.
- PEROTIN V., ROBINSON A. (2003), « Employee Participation in Profit and Ownership: a Review of the Issues and Evidence », *Working paper, Social Affairs Series*, SOCI 109 EN, Luxembourg Parliament, Directorate- General for Research.
- PFEFFER J. (1981), « Management as Symbolic Action: The Creation and Maintenance of Organizational Paradigm », *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, Conn.: JAI Press, Vol. 3, pp. 1-52.
- PFEFFER J. (1972), « Size and Composition of Corporate Board of Directors: the Organization and its Environment », *Administrative Science Quarterly*, 17, pp. 218-228.
- PI S., TIMME S. G. (1993), « Corporate control and Bank efficiency », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, pp. 515-530.
- PICHARD-STAMFORD J. P. (1998), « Légitimité du dirigeant par le réseau des administrateurs », dans *Actes des XIV journées nationales des IAE*, Nantes, pp. 389-407.
- PIGE B. (1994), « La politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance des dirigeants », *Revue du Financier*, N° 95, pp. 44-64.
- PITOL-BELIN J. P. (1984), *Un type d'interface dans la stratégie de l'entreprise : le conseil d'administration*, Thèse pour le doctorat de 3ème cycle en Sciences de Gestion, Université de droit, d'économie et des Sciences d'Aix-Marseille.
- PLIHON D. (1999), « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », in *Cahiers français*, N° 289, *La Documentation Française*, Paris.
- POCHET C. (1998), « Les dirigeants et la création de valeur : les facteurs de contingence de la latitude managériale » ? *Actes des XIVè journées des IAE*, Nantes : *Presses Académiques de l'Ouest*, pp. 409-428.
- POINCELOT E., WEGMANN G. (2004), « Utilisation des critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance : analyse théorique », *Cahier du FARGO*, N° 1040902, septembre.
- PORAC J. F., WADE J. B., POLLOCK T. G. (1999), « Industry categories and the politics of the comparable firm in CEO compensation », *Administrative Science Quarterly*, 44: PP; 112-144.

POULAIN-REHM T. (2000), Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative, Thèse de doctorat, Université Montesquieu.

PRAHALAD C. K. (1994), « Corporate governance or corporate value added? Rethinking the primacy of shareholder value », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, N°4, Winter, pp. 40-54.

PRASAD S. B. (1974), « Top management compensation and corporate performance », *Academy of management Journal*, Vol. 17, pp. 554-559.

PROXINVEST (2008), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 10^{ème} rapport, communiqué disponible sur le site : <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/52.html>, 20 novembre, Paris.

PROXINVEST (2007), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 9^{ème} rapport, communiqué disponible sur le site : <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/21.html>, consulté en décembre 2007.

R

RABIN B. R. (1994), « Measuring Compensation Structure: An Application to Executive pay », *Compensation & Benefits Management*, Vol. 10, N°4, pp. 30-39.

RAHEJA C. (2005), « Determinant of board size and composition: a theory of corporate boards », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, pp. 283-306.

RAJAGOPALAN N., DATTA D. K. (1996), « CEO characteristics: Does industry matter? », *Academy of Management Journal*, Vol. 39, pp.197-215.

RAJAGOPALAN N., FINKELSTEIN S. (1992), « Effects of top management compensation and environmental change on senior management rewards system », *Strategic Management Journal*, Vol.13, pp. 127-142.

RAMASWAMY K., VELIYATH R., GOMES L. (2000), « A study of the Determinants of CEO compensation in India », *Management International Review*, 40, pp. 167-191.

Raymond Chabot Grand Thornton (2008), *Bulletin de nouvelles sur les IFRS*, Juillet, Consulté en décembre 2008 sur le site http://www.rcgt.com/wmfichiers/IFRS_2008-07_FR.pdf, 12 pages.

RECHNER P., DALTON D. (1991), « CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis », *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 155-160.

RENNEBOOG L. (2000), « Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange », *Journal of Banking and Finance*, 24, 12, pp. 1959-1995.

RHODES S., STEERS R. (1981), « Conventional versus worker-owned organizations », *Human Relations*, Vol. 34, pp. 1013-1035.

- RICHARDSON R. J. (1987), « Directorship interlocks and corporate profitability », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 32, pp. 367-386.
- RILEY W.B., CHOW V. (1992), « Asset allocation and individual risk aversion », *Financial Analysts Journal*, Vol. 48 (6), pp. 32-37.
- ROBERTS D. R. (1956), «A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions », *Quarterly Journal of Economics*, 70(2), pp. 270-294.
- ROOS J., ROOS G., DRAGONETTI N. C., EDVINSSON L. (1997), « Intellectual capital: Navigation the new business landscape », London, MacMillan Press.
- ROSE C. (2005), « The composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance », *Corporate Governance*, Vol. 13, N°5, pp. 681-701.
- ROSEN S. (1982), « Authority, control and the distribution of earnings », *Bell Journal of Economics*, Vol. 13, pp. 311-23.
- ROSS S. (1973), « The economic theory of agency: the principal's problems », *American Economic Review*, Vol. 62, pp. 134-139.
- ROUSSEL P., TREPO G. (1999), « Performance des grands groupes et stratégies de rétribution des dirigeants », *Cahier de recherche 220*, HEC –LIRHE, 1997-1998.
- RUBINSTEIN M. (2002), « Le débat français sur le gouvernement d'entreprise : un état des lieux », *Revue d'Economie Industrielle*, N° 98, 1^{er} trimestre, *Repris dans problèmes Economiques N° 2.784 (3 novembre 2002)*.
- RYAN H. E., WIGGINS R. A. (2002), « The Interactions Between Research and Development Investment Decisions and Compensation Policy », *Financial Management*, Spring, pp. 5-29.
- RYAN H., E., WIGGINS R. A. (2001), « The Influence of Firm-and Manager-Specific Characteristics on the Structure of Executive Compensation », *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 101-123.

S

- SALANCIK G. R., PFEFFER J. (1977), « Who gets power – and how they hold on to it: a strategic contingency model of power », *Organizational Dynamics*, Vol. 5, pp.3-21.
- SANDERS W. G. (2001), « Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay », in: *Academy of Management Journal*, Vol. 44, pp. 477-492.
- SANDERS W. G., CARPENTER M. A. (1998), « Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Compensation, and Board Structure », *The Academy of Management Journal*, Vol. 41, N° 2, Special Research Forum on Managerial Compensation and Firm Performance, pp. 158-178.
- SCHOORMAN F. D., BAZERMAN M. H., ATKIN R. S. (1981), « Interlocking Directorates: A Strategy for Reducing Environmental Uncertainty », *The Academy of Management Review*, Vol. 6, N°2, April, pp. 243-251.

- SHAPLEY L. S., SHUBIK, M. (1954), « A method for evaluating the distribution of power in a committee system », *American Political Review Science Review*, Vol. 48, pp. 787-792.
- SHIVDASANI A. (1993), « Board composition, ownership structure and hostile takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 1367-1400.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of finance*, Vol. 52, pp. 737-738.
- SHLEIFER A., VISHNY R. W. (1989), « Management entrenchment: the case of manager specific investments », *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.
- SIMON H. A. (1976), *From substantive to procedural rationality*, In Latsis S. (ed), *Methods and appraisals in economics*, Cambridge UP, pp. 129-148.
- SIMON H. A. (1957), *Models of man social and rational*, New York, Wiley
- SIMON H. A. (1947), *Administrative behaviour: a study of decision-making processes in administrative organizations*, MacMillan.
- SLOAN R. (1993), « Accounting earnings and top executive compensation », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 55-100.
- SMITH C., WATTS R. (1992), « The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies », *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, pp. 263-292.
- SMITH C., WATTS R. (1983), « The structure of executive compensation contracts and the control for management », *Cahier de recherche*, Université de Rochester.
- SMYTH D., BOYES W., PESEAU D. E. (1975), *Size growth, profit, and executive compensation in the large corporation*, Holmes and Meier, London.
- STERN R. N., HAMMER T. H. (1978), « Buying your job: Factors affecting the success or failure of employee acquisition attempts », *Human Relations*, 31, pp. 1101-1117.
- STEVEN E. HALL (2007), *Overview of Executive Compensation and Director Compensation Practices and Trends*, June 21, Steven Hall & Partners LLC, New York.
- ST-ONGE S., MAGNAN, M. CALLOC'H Y. (2001), « Conseil d'administration et rémunération des dirigeants d'entreprise au Canada : une perspective politique », *Revue canadienne des sciences de l'administration*, Vol. 18 (2), pp. 57-76.
- SUBRAHMANYAM V., RANGAN N., ROSENSTEIN S. (1997), « The Role of Outside Directors in Bank Acquisitions », *Financial Management*, Vol. 26, pp. 23-36.

T

- TAUSSING F. W., BAKER W. S. (1925), « American corporations and their executives: A statistical inquiry », *Quarterly Journal of Economics*, 3, pp. 1-51.
- TEECE D. J., RUMELT R., DOSI G., WINTER S. (1994), « Understanding Corporate Coherence », *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 23, pp. 26-44.
- THESMAR D. (2006), « Le mythe de l'administrateur indépendant », disponible sur Internet <http://studies2.hec.fr/webdav/site/hec/shared/sites/thesmar/acces>.
- THORSTEIN V. (1899), *The Theory of the Leisure Class: an economic study of institutions*.
- TOSI H. L., WERNER S., KATZ J., GOMEZ-MEJIA L. R. (1998), A meta-Analysis of Executive Compensation Studies, University of Florida at Gainesville.
- TOSI H. L., KATZ J., GOMEZ-MEJIA L. R. (1997), « Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making », *Academy of Management Journal*, Vol. 40, pp. 584-602.
- TOSI H. L., GOMEZ-MEJIA L. R. (1994), « CEO compensation monitoring and firm performance », *Academy of Management Journal*, Vol. 37, pp.1002-16.
- TOSI H. L., GOMEZ-MEJIA L. R. (1989), « The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 34 (2): pp. 169-189.
- TREBUCQ S. (2002), « L'actionnariat des salariés dans les entreprises familiales du SBF 250 : un outil de création de valeur ? » *papier de recherche*, JEL : G 320, CRECCI, Université Bordeaux 4.
- TREBUCQ S., D'ARCIMOLES C-H. (2002), «The effects of ESOPs on performance and risk : Evidence from France», 11th Conference of the International Association for the Economics of Participation, Catholic University of Brussels, Bruxelles, 4-6 juillet.
- TSUI A. S., O'REILLY C. A. (1989), « Beyond simple demographic effects: The importance of relational demography in superior-subordinate dyads », *Academy of Management Journal*, 32: 402-423.
- TZIOUMIS K. (2008), « Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States », *Journal of Economic Behavior Organization*, doi:10.1016/j.jebo.2007.06.008.
- ## V
- VAUGHAN-WHITEHEAD D. (1992), Intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise, Paris, Economica.
- VIENOT M. (1999), *Rapport du comité pour le gouvernement des entreprises*, dit Rapport Viénot II, AFEP – MEDEF.

VIENOT M. (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, dit Rapport Viénot I, AFEP – CNPF.

VOUCHOT, WARD et HOWELL (1995), *Corporate Governance : le système français*, Février 1, 35 pages.

W

WADE J. B., PORAC J. F., POLLOK T. G. (1997), « Worth, words, and the justification of executive pay », *Journal of Organizational Behavior*, 18, pp. 641-664.

WADE J. B., O'REILLY C. A., CHANDRATAT I. (1990), « Golden Parachutes: CEO and the Exercise of Social Influence », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, N°4, pp. 587-603.

WALSH J. P., SEWARD J. K. (1990), « On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms », *Academy of Management Review*, Vol. 15, N°3, pp. 421-458.

WASSERMAN S., FAUST K. (1994), « Social Network Analysis: Methods and Applications », *Cambridge University Press*.

WEISBACH M. (1988), « Outside directors and CEO turnover », *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 431-460.

WESTPHAL J. D. (1998), « Board games: How CEOs adapt to increases in structural board independence from management », *Administrative Science Quarterly*, 43, pp. 511-537.

WESTPHAL J. D. (1997), *Cooptation or collaboration? The behavioral and performance consequences of social ties in the CEO/board relationship*, National Academy of Management Meetings. Boston, MA

WESTPHAL J. D., ZAJAC E. J. (1995) « Who shall govern? CEO-board power, demographic similarity, and new director selection », *Administrative Sciences Quarterly*, 40, pp. 60-83.

WILLIAMSON O. (1994), *The Economic Institutions of Capitalism*, traduit en 1994 aux Interéditions sous le titre « *Les institutions de l'économie* », New York, The Free Press, 1985.

WINDOLF P. (1999), « L'évolution du capitalisme moderne : la France dans une perspective comparative », *Revue Française de sociologie*, Vol. 40, N°3, pp. 501-529.

WIRTZ P. (2008), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, Collection Repères, la Découverte.

WRIGHT P., KROLL M. (2002), « Executive discretion and corporate performance as determinants of CEO compensation, Contingent on external monitoring activities », *Journal of Management and Governance*, Vol. 6, pp. 189-214.

Y

YEO H. J., POCHET C., ALCOUFFE A. (2003), « CEO Reciprocal Interlocks in French Corporations », *Journal of Management and Governance*, Vol. 7, pp. 87-108.

YERMACK D. (1997), « Good timing: CEO stock-option awards and company news announcements », *Journal of Finance*, Vol. 52 (2), pp. 449-476.

YERMACK D. (1996), « Higher Market Valuation for the firm with small boards of directors », *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.

YERMACK D. (1995), « Do corporations award CEO stock options effectively? », *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 239-269.

YOUNG C. S., TSAI L. C. (2008), « The sensitivity of compensation to social capital: Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family business groups », *Journal of Business Research*, Vol. 61, Issue 4, pp. 363-374.

Z

ZAJAC E. Z. (1988), « Interlocking Directorates as an Interorganizational Strategy: A Test of Critical Assumptions », *The Academy of Management Journal*, Vol. 31, N°2, June, pp. 428-438.

ZHOU X., SWAN P. L. (2003), « Performance thresholds in Managerial Incentive Contracts », *Journal of Business*, University of Chicago Press, October, Vol. 76, n°4, pp. 665-696.

ZHOU X. (2000), « CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada », *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 33, N°1, Feb, pp. 213-251.

ZWIEBEL J. (1995), « Block investment and partial benefits of corporate control », *Review of Economic studies*, 62(2), 211, pp. 161-184.

ANNEXES

Annexe 1 : Liste des principales dispositions réglementaires sur la rémunération des dirigeants en France

Lois	Date	Principales dispositions
Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE)	15/05/2001	<ul style="list-style-type: none"> - L'obligation de publier annuellement, dans le rapport de gestion, le montant des rémunérations et des avantages de toutes nature versés durant l'exercice à chaque mandataire social par la société et par les sociétés qu'elle contrôle (filiales). - Le texte ne précise pas s'il s'agit d'une rémunération brute ou nette.
Loi de Sécurité Financière (LSF)	01/08/2003	<p>Cette loi impose :</p> <ul style="list-style-type: none"> - De publier les transactions des dirigeants sur les titres de leur société. - D'établir un rapport sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise. - Aux investisseurs, en particulier les sociétés de gestion de portefeuille « de publier les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et de rendre « compte de leurs pratiques en matières d'exercice de droits de vote ».
Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie « Loi BRETON »	26/07/2005	<p>La loi Breton renforce l'information des actionnaires sur le détail des rémunérations des dirigeants, elle impose :</p> <ul style="list-style-type: none"> - D'insérer dans le rapport de gestion tous les éléments constitutifs de cette rémunération : fixes, variables, et exceptionnels. - De décrire les critères en application desquels ils ont été calculés sur les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. - Aux commissaires aux comptes d'attester dans leur rapport l'exactitude et la sincérité des informations du rapport de gestion relatives aux rémunérations des dirigeants.
Loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié	30/12/2006	<ul style="list-style-type: none"> - Le rapport du Président du conseil sur le contrôle interne doit présenter les principes et règles arrêtés par le conseil d'administration pour déterminer les avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux. - Cette loi impose également de définir des obligations de conservation de toute ou d'une partie des titres attribués aux dirigeants, et ce

		jusqu'à la cessation de leurs fonctions.
Loi n° 2007-1223 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi TEPA)	22/08/2007	Cette loi impose : <ul style="list-style-type: none"> - La publication des deux autorisations par le conseil d'administration : l'une pour la fixation des conditions de performance et l'autre pour le constat de leur réalisation. - L'approbation par l'Assemblée Générale de la fixation des conditions de performance par une résolution spécifique, par engagement et par dirigeant, et ce sur rapport spécial des commissaires aux comptes. Cette procédure va au-delà de la procédure classique d'approbation des conventions réglementées. - La loi ne précise pas les critères de performance qui doivent ou peuvent être utilisés par les entreprises pour justifier l'octroi d'une rémunération exceptionnelle (ex. prime de départ).
Loi n°2008-1258 en faveur des revenus du travail	3/12/2008	Elle subordonne l'attribution de stock-options aux dirigeants à la distribution de stock-options ou d'actions gratuites à l'ensemble des salariés et à la mise en œuvre d'un dispositif d'intéressement ou de participation volontaire ou dérogatoire.
Loi n° 2008-1425 de Finances pour 2009	27/12/2008	Article 21 : « sont intégrées au bénéfice imposable des sociétés, les indemnités de départ versées au-delà de 6 fois le plafond de la sécurité sociale pour un même attributaire (soit près de 205 000 euros en 2009).
Décret sur la rémunération des dirigeants n°2009-348	30/03/2009	Les entreprises bénéficiant du soutien exceptionnel de l'Etat doivent <ul style="list-style-type: none"> - s'interdire d'attribuer des stock-options et actions gratuites à leurs dirigeants mandataires sociaux. - Encadrer strictement les parts variables et exceptionnelles de la rémunération qui doivent reposer sur des critères de performance préétablis, indépendants du cours de bourse et dont le choix par le conseil d'administration sera rendu public. - Aucune attribution ou versement si l'entreprise procède à des licenciements de grande ampleur. Ce décret concerne également les entreprises publiques.

Annexe 2 : Liste des codes de conduite d'entreprise d'application volontaire

Code	Date	Principales recommandations
<p>AFEP-MEDEF</p> <p>Rapport Viénot 2</p> <p>Le conseil d'administration</p>	<p>Juillet 1999</p>	<ul style="list-style-type: none"> - La publicité des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées - Le conseil d'administration de toute société cotée consacre un chapitre spécifique de son rapport annuel à l'information des actionnaires sur les rémunérations perçues par ses dirigeants. - La publication du montant global des rémunérations perçues par les dirigeants au cours de l'exercice écoulé, comparé à celui de l'exercice précédent, et ventilé par masses entre parts fixes et parts variables. - L'indication du montant maximum des jetons de présence autorisé par l'assemblée générale et du montant effectivement versé aux membres du Conseil d'administration au cours de l'exercice écoulé comparé à celui de l'exercice précédent. - Le Comité préconise de favoriser la détention personnelle par les administrateurs d'actions de leur société, et à cet effet de permettre, par une modification législative, au Conseil d'administration de décider le paiement des jetons de présence, en tout ou en partie, en actions de la société, celles-ci étant évaluées au prix du marché au jour du paiement. - La publicité des plans d'options de souscription ou d'achat d'actions des sociétés cotées - Le comité des rémunérations établit un chapitre y afférent qui trouvera sa place dans la partie du rapport annuel consacré à la composition et à l'évolution du capital social.
<p>Les recommandations AFEP-MEDEF sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux dans les sociétés cotées</p>	<p>Janvier 2007</p>	<p>Selon les recommandations établies en janvier 2007, la détermination de la rémunération des dirigeants doit répondre aux principes suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la détermination de la rémunération doit être exhaustive : partie fixe, partie variable (bonus), options d'actions (stock options), attributions gratuites d'actions, jetons de présence, conditions de retraite, indemnité de départ et avantages particuliers doivent être retenus et appréciés globalement ; - cette rémunération doit être considérée dans son environnement de métier et son marché de référence qui peut être mondial ; - elle doit être déterminée en cohérence avec celle des autres dirigeants ; - les critères de performance utilisés pour établir la partie variable de la rémunération, ou le cas échéant pour l'attribution d'options ou d'actions gratuites, doivent correspondre aux objectifs de l'entreprise, être simples à établir et à expliquer, et autant que possible stables dans la

	<p>durée ;</p> <ul style="list-style-type: none"> - la détermination de la rémunération doit réaliser un juste équilibre en prenant en compte l'intérêt général de l'entreprise, les pratiques du marché et les performances des dirigeants. - plus généralement, la rémunération des dirigeants de l'entreprise doit être mesurée, équilibrée, équitable et renforcer la solidarité et la motivation à l'intérieur de l'entreprise. Elle doit tenir compte, dans la mesure du possible, des réactions des autres parties prenantes de l'entreprise, et de l'opinion en général, et permettre d'attirer, de retenir et de motiver des dirigeants performants. Si la référence au marché est un élément de détermination de la rémunération d'un dirigeant mandataire social, celle-ci est également fonction du travail effectué, des résultats obtenus, mais aussi de la responsabilité assumée. A cet effet, les comités des rémunérations sont invités à prendre en considération les éléments suivants : <p style="text-align: center;">- Partie fixe des rémunérations</p> <p>Cette partie, qui inclut les avantages en nature, peut être calibrée différemment selon que le dirigeant mandataire social poursuit une carrière sans discontinuité dans l'entreprise ou qu'il est recruté à l'extérieur.</p> <p>Elle ne doit en principe être revue qu'à échéances relativement longues, par exemple trois ans. Sa progression doit être liée à des événements affectant l'entreprise, et tenir compte de la rémunération de la performance au travers de la partie variable.</p> <p>Il est souhaitable que la rémunération globale soit suivie régulièrement et rapportée aux performances de l'entreprise.</p> <p style="text-align: center;">- Partie variable des rémunérations (bonus)</p> <p>Cette partie doit être lisible pour l'actionnaire et être fixée par le conseil d'administration ou de surveillance pour une période déterminée.</p> <p>Le conseil doit suivre l'évolution de l'ensemble constitué de la partie fixe et de la partie variable sur plusieurs années au regard des performances de l'entreprise.</p> <p>La relation de la partie variable à la partie fixe doit être claire. Elle consiste en un pourcentage maximum de la partie fixe, adapté au métier de l'entreprise.</p> <p>Elle n'est pas liée au cours de bourse mais récompense la performance à court terme et le progrès de l'entreprise dans le moyen terme.</p> <p>Les critères quantitatifs et qualitatifs d'attribution de la partie variable doivent être précis et préétablis.</p>
--	--

	<p>Les règles de fixation de la partie variable doivent être cohérentes avec l'évaluation faite annuellement des performances des mandataires sociaux et avec la stratégie à moyen terme de l'entreprise.</p> <p>Au sein de la partie variable, la part qualitative doit être mesurée et permettre le cas échéant de tenir compte de circonstances exceptionnelles.</p> <p>Les critères quantitatifs doivent être simples, peu nombreux, objectifs, mesurables et adaptés à la stratégie d'entreprise. Ces critères doivent faire l'objet d'un réexamen régulier de ces critères dont il faut éviter les révisions ponctuelles.</p> <p>Seules des circonstances très particulières peuvent donner lieu à une partie variable exceptionnelle.</p> <p style="text-align: center;">- Options d'actions (stock options) et actions gratuites</p> <p>La politique générale d'attribution des options d'actions et des actions gratuites doit faire l'objet d'un débat au sein du comité des rémunérations et sur sa proposition, d'une décision du conseil d'administration ou de surveillance. Cette politique, qui doit être raisonnable et appropriée, est exposée dans le rapport annuel ainsi qu'à l'assemblée générale, lorsque celle-ci est saisie d'une résolution d'autorisation d'attribution d'options d'actions ou d'actions gratuites.</p> <p>Il est souhaitable de conditionner pour partie l'exercice d'options d'actions et l'acquisition d'actions gratuites à des objectifs de performance sur une ou plusieurs années.</p> <p>Un dirigeant mandataire social ne peut se voir attribuer des options d'actions ou des actions gratuites au moment de son départ.</p> <p>Les dirigeants mandataires sociaux en activité qui en sont bénéficiaires ne doivent pas recourir à des opérations de couverture de leur risque.</p> <p>L'attribution d'options d'actions et d'actions gratuites doit être examinée en relation avec le montant total de la rémunération annuelle (partie fixe et partie variable). Elle doit être rapportée au nombre total d'options d'actions et d'actions attribuées et prendre en compte leur valorisation en appliquant les méthodes retenues pour les comptes consolidés.</p> <p>Aucune décote ne devrait être appliquée lors de l'attribution des options d'actions et en particulier pour les options d'actions attribuées aux dirigeants mandataires sociaux.</p> <p>Une périodicité régulière des attributions doit éviter l'octroi d'options d'actions de manière opportuniste dans des périodes de baisse exceptionnelle des cours. Il est recommandé</p>
--	---

		<p>d'effectuer les attributions à date fixe, par exemple après la publication des comptes et sans doute chaque année pour diminuer l'impact de la volatilité des cours.</p> <p>Le total des plans d'options d'actions et d'actions gratuites doit représenter une faible part du capital et le point d'équilibre doit être trouvé en fonction des avantages que les actionnaires tirent de la gestion. Le niveau de la dilution doit être pris en compte.</p> <p>Le conseil d'administration ou de surveillance doit fixer les périodes, précédant la publication des comptes, pendant lesquelles l'exercice des options d'actions n'est pas possible. Le cas échéant, il détermine également la procédure que doivent suivre les dirigeants mandataires sociaux avant d'exercer des options d'actions, pour s'assurer qu'ils ne disposent pas d'informations privilégiées susceptibles d'empêcher cet exercice.</p> <p>Le conseil d'administration ou le conseil de surveillance doit fixer périodiquement le nombre des actions issues de levées d'options d'actions ou d'actions gratuites que le président du conseil, le directeur général, les directeurs généraux délégués, les membres du directoire ou le gérant d'une société par actions sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la fin de leurs fonctions ;</p> <p style="text-align: center;">- Indemnités liées à la cessation des fonctions</p> <p>Il est préférable que les indemnités de séparation soient prévues contractuellement dès l'origine, en fonction de la partie fixe de la rémunération.</p> <p>Elles doivent aussi tenir compte de l'existence ou non de droits à une retraite supplémentaire. Les éventuelles clauses de non-concurrence doivent être négociées dans le respect de l'intérêt social.</p> <p>Ces indemnités doivent être exclues en cas de révocation pour faute. La convention doit prévoir le traitement des options non levées et des actions gratuites non acquises.</p> <p>Des recommandations visant à assurer aux actionnaires une information très complète sur la rémunération individuelle versée aux mandataires sociaux, sur le coût global de la direction générale de leur groupe, ainsi que sur la politique de détermination des rémunérations qui est appliquée sont également prévues.</p>
<p>Les recommandations AFEP-MEDEF sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux dans les</p>	<p>Octobre 2008</p>	<p>1. Mettre un terme au contrat de travail en cas de mandat social</p> <p>Le niveau élevé des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux dans les sociétés cotées se justifie notamment par la prise de risque. Il est par conséquent incompatible avec le cumul des avantages du contrat de travail.</p>

sociétés cotées		<p>2. Mettre définitivement un terme aux indemnités de départ abusives (« parachutes dorés »)</p> <p>La loi donne un rôle majeur aux actionnaires, impose une transparence totale et soumet les indemnités de départ à des conditions de performance. Ces conditions de performance fixées par les conseils doivent être exigeantes et n'autoriser l'indemnisation d'un dirigeant qu'en cas de départ contraint et lié à un changement de contrôle ou de stratégie.</p> <p>L'indemnité de départ ne doit pas pouvoir excéder, le cas échéant, deux ans de rémunération (fixe et variable).</p> <p>Ces règles et ce plafond s'appliquent à l'ensemble des indemnités et incluent notamment les éventuelles indemnités versées en application d'une clause de non concurrence.</p> <p>Tout gonflement artificiel de la rémunération dans la période préalable au départ est à proscrire.</p> <p>3. Renforcer l'encadrement des régimes de retraite supplémentaires</p> <ul style="list-style-type: none"> - La valeur de cet avantage doit être prise en compte dans la fixation globale de la rémunération sur la base des principes généraux énoncés en introduction de ce document. - Le groupe de bénéficiaires potentiels doit être sensiblement plus large que les seuls mandataires sociaux. - Les bénéficiaires doivent satisfaire des conditions raisonnables d'ancienneté dans l'entreprise, fixées par le conseil d'administration ou le directoire. - Les droits potentiels ne doivent représenter, chaque année, qu'un pourcentage limité de la rémunération fixe du bénéficiaire. - La période de référence prise en compte pour le calcul des prestations doit être de plusieurs années et tout gonflement artificiel de la rémunération sur cette période à la seule fin d'augmenter le rendement du régime de retraite est à proscrire. Les systèmes donnant droit immédiatement ou au terme d'un petit nombre d'années à un pourcentage élevé de la rémunération totale de fin de carrière sont de ce fait à exclure. <p>4. Fixer des règles complémentaires pour les options d'achat ou de souscription d'actions et l'attribution d'actions de performance</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions doit correspondre à une politique d'association au capital, c'est-à-dire d'alignement des intérêts des bénéficiaires avec la part d'aléa qui s'y attache, et non à un complément de rémunération
-----------------	--	--

		<p>instantanée. Les modalités d'exercice des options devraient être adaptées en ce sens.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Si l'attribution d'options ne bénéficie pas à l'ensemble des salariés, il est nécessaire de prévoir un autre dispositif d'association de ceux-ci aux performances de l'entreprise (intéressement, accord de participation dérogatoire, attribution gratuite d'actions...). - Les attributions d'actions aux dirigeants mandataires sociaux doivent être soumises à des conditions de performance. Les attributions gratuites d'actions sans conditions de performance doivent être réservées aux salariés, conformément à leur finalité de développement de l'actionnariat salarié précisée à leur création par le législateur. <p>- Attribution</p> <ul style="list-style-type: none"> - Veiller à ce que les options et actions valorisées aux normes IFRS ne représentent pas un pourcentage disproportionné de l'ensemble des rémunérations, options et actions attribuées à chaque dirigeant mandataire social. - Eviter une trop forte concentration de l'attribution sur les dirigeants mandataires sociaux. - Procéder à des attributions aux mêmes périodes calendaires, par exemple après la publication des comptes de l'exercice précédent, et sans doute chaque année, ce qui devrait limiter les effets d'aubaine. - Prohiber les effets d'aubaine tenant à un marché baissier. Le nombre d'options et d'actions attribuées ne doit pas s'écarter des pratiques antérieures de l'entreprise, sauf changement de périmètre significatif justifiant une évolution du dispositif. - Suivant des modalités fixées par le conseil et rendues publiques à leur attribution, les actions de performance attribuées aux dirigeants mandataires sociaux doivent être conditionnées à l'achat d'une quantité définie d'actions lors de la disponibilité des actions attribuées. <p>- Prix</p> <ul style="list-style-type: none"> - Supprimer la décote pour l'ensemble des attributaires. - Interdire tous les instruments de couverture des options. <p>- Exercice</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lier l'exercice par les dirigeants mandataires sociaux de la totalité des options et l'acquisition des actions à des conditions de performance à satisfaire sur une période de plusieurs années consécutives, ces conditions devant être sérieuses et exigeantes et
--	--	---

		<p>combiner conditions de performance internes à l'entreprise et externes, c'est-à-dire liées à la performance d'autres entreprises, d'un secteur de référence...</p> <ul style="list-style-type: none"> - Fixer les périodes précédant la publication des comptes, pendant lesquelles l'exercice des options d'actions n'est pas possible. Il appartient au conseil d'administration ou de surveillance de fixer ces périodes et, le cas échéant, de déterminer la procédure que doivent suivre les dirigeants mandataires sociaux avant d'exercer des options d'actions, pour s'assurer qu'ils ne disposent pas d'informations susceptibles d'empêcher cet exercice. <p>- Conservation des actions acquises</p> <p>Obliger les dirigeants mandataires sociaux à conserver un nombre important et croissant des titres ainsi acquis.</p> <p>Le conseil peut retenir soit une référence à la rémunération annuelle à fixer pour chaque mandataire, soit un pourcentage de la plus-value nette après cessions nécessaires à la levée et aux impôts et prélèvements sociaux et frais relatifs à la transaction, soit une combinaison des deux, soit un nombre fixe d'actions.</p> <p>Quelle que soit la norme retenue, elle devra être compatible avec d'éventuels critères de performance et être périodiquement révisée à la lumière de la situation du mandataire, et au moins à chaque renouvellement du mandat social.</p> <p>5. Améliorer la transparence sur tous les éléments de la rémunération</p> <p>Les éléments constitutifs de la rémunération sont rendus publics sur une base individuelle pour les dirigeants, conformément à la loi et aux recommandations complémentaires formulées par l'AFEP et le MEDEF. Toutefois, il existe encore des marges de progrès dans la lisibilité de ces informations.</p> <p>À cet effet, il est recommandé de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - suivre la présentation standardisée définie par l'AFEP et le MEDEF (tableaux) de tous les éléments de rémunération des dirigeants (incluant la valorisation des options attribuées selon la méthode retenue pour les comptes consolidés) ; - rendre publics tous les éléments de rémunération des dirigeants, potentiels ou acquis, immédiatement après la réunion du conseil les ayant arrêtés.
--	--	--

		<p>6. Suivi des recommandations</p> <p>Dans leur rapport de gestion, document contrôlé par l’Autorité des marchés financiers, les sociétés concernées devront déclarer, conformément à la loi du 3 juillet 2008, si elles se réfèrent au code de gouvernement d’entreprise AFEP-MEDEF complété et précisé par les présentes recommandations. Dans le cas contraire, elles devront notamment s’expliquer dans ce même document public sur les raisons pour lesquelles elles n’appliquent pas ces recommandations.</p> <p>Afin de s’assurer de l’application effective de la règle fondamentale du gouvernement d’entreprise « appliquer ou s’expliquer », l’AFEP et le MEDEF analysent les informations publiées par les sociétés visées. Lorsqu’ils constatent qu’une société n’applique pas l’une de ces recommandations sans explication suffisante, ils en saisissent les dirigeants.</p> <p>Afin d’améliorer la lisibilité et la comparabilité des informations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, l’AFEP et le MEDEF recommandent aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé d’adopter une présentation standardisée sous formes de tableaux. Ces tableaux doivent être regroupés dans une section spécifique du document de référence consacrée aux rémunérations des dirigeants. Ils s’ajoutent, sans les remplacer, aux informations que doivent donner par ailleurs ces sociétés, par exemple sur la politique de rémunération, les critères de détermination de la part variable ou les caractéristiques complètes des plans d’options passés.</p> <p>Par ailleurs, ces tableaux doivent être complétés par les informations nécessaires à leur compréhension ainsi que par les éléments qui ne peuvent être repris dans des tableaux, comme par exemple les caractéristiques des régimes collectifs de prévoyance et de retraite à droits aléatoires.</p>
Recommandation de l’AMF relative à l’information à donner dans les documents de référence sur les rémunérations des mandataires sociaux	22/12/2008	- L’AMF présente dans cette recommandation une synthèse et un guide pratique des informations à fournir au regard des textes existants en matière des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux.
Projet de création d’un comité des sages MEDEF-AFEP	Avril 2009	- Ce comité est chargé de veiller à ce que les dirigeants d’entreprises, qui recourent massivement au chômage partiel ou qui mettent en œuvre des plans sociaux reconsidèrent la rémunération de leurs dirigeants.

Annexe 3 : Guide du choix du contenu des entretiens avec les six personnalités retenues dans l'étude qualitative.

1. Conseil d'administration

- Les règles ou les pratiques pour obtenir la meilleure composition d'un conseil d'administration,
- Les critères à retenir pour la nomination des administrateurs.

2. Rémunérations des dirigeants

- Les conditions de rémunération nécessaires pour qu'elle soit liée à la performance de l'entreprise,
- Les indemnités de départ octroyées aux dirigeants,
- Les conditions d'attribution des stock-options et des actions gratuites.

Annexe 4 : Principaux résultats des études empiriques sur le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance

Variabilité du lien entre la rémunération des dirigeants et la performance			
TYPE D'INDICATEURS DE PERFORMANCE	Comptables	Sloan (1993)	L'existence d'un lien positif entre la rémunération des dirigeants et les indicateurs comptables qui contiennent moins de bruit que les mesures boursières.
		Gibbons et Murphy (1992)	Le lien entre la rémunération et la performance boursière de l'entreprise est faiblement positif.
	Boursiers	Jensen et Murphy (1990)	L'augmentation de 1000 \$ du rendement des actionnaires entraîne l'augmentation de la rémunération directe perçue par les CEO des grandes entreprises américaines de 0,03 \$. La richesse totale du CEO, y compris la rémunération indirecte générée par les bénéfices de la propriété des actions, des options, augmente de 3,25 \$.
		Joskow et Rose (1994)	Une hausse des résultats comptables de 1 % se traduit par une augmentation de 3 à 4 fois de la rémunération proportionnellement à une augmentation similaire de la rentabilité boursière.
	Comptables et boursiers	DeFusco, Zorn et Johnson (1991)	La présence d'un lien négatif entre la rémunération des dirigeants, les performances boursières et comptables des entreprises.
TYPE DE RÉMUNÉRATION		Murphy (1985)	Le niveau de la rémunération en espèces est fortement lié à la taille de l'entreprise. Le lien entre la richesse des actionnaires et celle des dirigeants ne revient pas à la rémunération en espèces (salaires et bonus), mais au patrimoine en actions du dirigeant et aux plans d'options sur actions.
	En espèces et en actions	Finkelstein et Hambrick (1989)	La rémunération en espèces des dirigeants est plus sensible à l'évolution de la performance dans les entreprises managériales, plutôt que dans les entreprises familiales.
		Stock - options	Larcker (1983), Defusco et al. (1990), et Morgan et Poulsen (2001)	L'annonce de l'adoption d'un plan d'options sur actions, destiné aux dirigeants et cadres entraîne un impact positif sur la valeur boursière à court terme.
	Parachutes dorés	Lambert et Larcker (1985), Knober (1986)	Leurs résultats montrent que le marché réagit favorablement après adoption et communication de ce type de rémunération. Ils valident ainsi l'hypothèse stipulant que les parachutes dorés modèrent la résistance des dirigeants lors d'OPA éventuelles, ce qui pourra être favorable aux actionnaires de la société cible.

Pays	France	Pigé (1994)	Il existe un lien positif mais de faible ampleur entre la rémunération des dirigeants et la performance. C'est plutôt la taille de l'entreprise ou le niveau de responsabilités exercées par les dirigeants qui affecte cette relation.
		Poulain – Rehm (2000)	Absence d'influence des stock-options sur la création de valeur. Il indique que leur attribution affecte la fidélisation des dirigeants et leurs décisions financières.
		Albouy (2004)	Sur 38 entreprises du CAC 40, il montre l'absence de lien entre la rémunération versée aux dirigeants, sa variation (de 2001 à 2002) et la performance boursière à court terme (1,5 an), aussi bien que la performance à long terme (5 ans).
	Japon	Kaplan (1994)	Il confirme l'existence d'un lien positif entre la rémunération et la performance.
		Kubo (2003)	Il montre l'existence d'une différence significative dans les déterminants de la rémunération des hauts dirigeants entre le Japon et l'Angleterre. Au Japon, la rémunération des dirigeants est corrélée positivement à l'éventail des salaires des employés, alors qu'elle n'est pas affectée par la variation du rendement des actionnaires. Cette situation est totalement renversée en Angleterre, puisqu'il existe une relation positive entre la rémunération des hauts dirigeants et la valeur des actions de l'entreprise, face à l'absence du lien entre cette rémunération et celle des employés.
	Chine	Firth, Fung et Rui (2007)	la rémunération des dirigeants des firmes privatisées dépend, en partie, du résultat d'exploitation de l'entreprise. La part du capital détenue par les dirigeants et par les administrateurs est très faible. Leur principal revenu est composé de la rémunération en espèces (part fixe plus bonus annuel). La sensibilité de la rémunération par rapport à la performance est plus significative dans les entreprises ayant une part du capital détenue par des investisseurs étrangers.
Secteur d'activité	Gibbons et Murphy (1992)		La révision de la rémunération du président directeur général et la probabilité qu'il garde son poste sont positivement liées à la performance de l'entreprise et négativement liées à la performance du secteur et du marché.
	Aggarwal et Samwick (1999)		La sensibilité positive entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises concurrentes augmente avec le degré de la compétition dans le secteur.
	Murphy (1998)		La rémunération et sa sensibilité varient selon les secteurs d'activité.
	Antle et Smith (1986)		Lorsque la performance de l'entreprise est supérieure à celle du secteur, la rémunération du dirigeant de cette entreprise est supérieure à celle offerte par le marché
	Barro et Barro (1990), Crawford et al. (1995), Hubbard et Palia (1995)		Ils découvrent l'existence d'un lien positif entre la rémunération des dirigeants et la performance dans le secteur bancaire.

	Dogan et Smyth (2002)	Ils montrent qu'il n'existe pas de lien entre la rémunération des dirigeants et la performance du secteur sur le territoire malaisien.
Taille de l'entreprise	Tosi et al. (1998)	La taille de l'entreprise explique 54 % de la variance de la rémunération des dirigeants, alors que les indicateurs de performance de la firme n'en expliquent que 5 %.
	McGuire et al. (1962), Lewellen et Huntsman (1970), Masson (1971), Gomez – Mejia et al. (1987), Lambert et al. (1991) et Albouy (2004)	Ils ont tous identifié une association positive entre la rémunération des dirigeants et la taille de l'entreprise. La sensibilité de la rémunération par rapport à la performance est plus significative dans les entreprises ayant une part du capital détenue par des investisseurs étrangers.
	Murphy (1985), Baker, Jensen et Murphy (1988)	Ils considèrent que la relation positive entre la taille de l'entreprise et la rémunération des dirigeants constitue une mesure efficace pour apprécier la performance des dirigeants.
Ancienneté du dirigeant	Barro et Barro (1990)	Ils ont montré que le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise varie négativement suivant l'ancienneté du dirigeant.
	Lippert et Moore (1994)	Le lien devient positif avec l'âge et la proximité de l'âge de retraite.
Nature du lien entre la rémunération des dirigeants et la performance		
Zhou et Swan (2003)	Les dirigeants ne sont pas toujours responsables des mauvaises performances, le fait de les pénaliser ne sert donc pas l'objectif de procurer l'incitation. Les contrats non linéaires évitent ce problème puisqu'ils procurent l'avantage d'incorporer des seuils de performance dans les contrats de rémunération.	
Miller (1995)	Il montre que les modèles non paramétriques, reflètent d'une façon plus exacte les changements dans la rémunération. La relation est plutôt convexe.	
Antle et Smith (1986)	Ils concluent que les modèles linéaires ne saisissent pas les formes des contrats de rémunération, ce sont plutôt les formes convexes qui le font.	
Lien entre la sensibilité de la rémunération à la performance		
Abowd (1990)	Les entreprises à forte sensibilité entre la rémunération et la performance réalisent de meilleurs rendements économiques.	
Mishra et Nielsen (2000)	L'augmentation de la sensibilité de la rémunération à la performance incite les dirigeants ayant déjà une rémunération incitative à prendre moins de risque.	

Rémunération incitative et mécanismes de gouvernance	Conyon et Peck (1998)	Sur un échantillon de 271 firmes américaines et plus de 1500 observations entre 1991-1997, ils analysent la relation entre la participation des administrateurs internes dans le comité des rémunérations et le niveau de rémunération du CEO, ainsi que la relation entre la présence des administrateurs internes dans ce comité et la sensibilité de la rémunération basée sur la performance.
	Herman Ortiz-Molina (2006)	Echantillon de 1652 CEO dans des sociétés américaines entre 1993-1999, soit plus de 7499 observations. Analyse trois hypothèses : l'hypothèse nulle : il n'existe pas de lien entre la structure du capital et la rémunération des CEO ; l'hypothèse des coûts d'agence des capitaux propres et celle des coûts d'agence de la dette et leur relation avec la rémunération du CEO.

Source : Adapté de Z. EL ABIAD (2007), « La politique de rémunération des dirigeants et la création de valeur dans les entreprises familiales », Journée internationale du management, 3 février, disponible sur le site : <http://www.fgm.usj.edu.lb/files/actus/interventions/Zouhour%20El%20Abiad.doc>

Annexe 5 : Statistiques descriptives et résultats des régressions – Directeurs généraux délégués et Membre du directoire

Echantillon : les Directeurs Généraux Délégués et les Membres du Directoire des entreprises du SBF 250

Période 2003-2005

Tableaux 1 : Moyenne et médiane des éléments de rémunération des DGD/MD selon les quartiles de la taille : total des actifs

	RF			BA			RE			RG			RI		
	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane
Petite	87	166300	132000	73	44822	33000	129	195236	166470	129	236862	185069	87	78794	47000
Moyenne	63	188747	150000	57	44547	25000	128	213538	173476	128	242711	181425	63	91524	40382
Grande	101	304103	290000	96	147715	91000	123	430779	374236	123	660638	500242	101	428608	198500
Très grande	127	461119	400000	125	659958	383000	127	1139911	786430	127	2244914	1673245	127	1783795	1154500

Tableaux 2 : Moyenne et médiane des éléments de rémunération des DGD/MD selon les quartiles de la taille : capitalisation boursière moyenne

	RF			BA			RE			RG			RI		
	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane
Petite	84	165007	151194	70	48676	31500	113	209330	184055	113	263875	197512	84	79529	42163
Moyenne	54	219768	179183	47	90191	60000	115	239138	174434	115	255669	185464	54	122334	67550
Grande	83	312238	302500	78	129184	79544	117	384617	330074	117	488723	380116	83	289581	154200
Très grande	115	436560	404464	116	651060	360500	116	1121670	822837	116	2129309	1620915	115	1693126	1039800

Tableaux 3 : Moyenne et médiane des éléments de rémunération des DGD/MD selon les quartiles de la taille : chiffre d'affaires

	RF			BA			RE			RG			RI		
	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane
Petite	94	155106	136800	85	43391	33000	127	183992	168873	127	246391	185829	94	92226	44515
Moyenne	67	232432	176000	59	114874	64342	127	287032	230196	127	401450	233924	67	327782	53403
Grande	92	289082	267542	82	124408	70513	127	358756	293082	127	561000	398500	92	399494	192564
Très grande	125	471097	400000	125	654554	383000	126	1149929	804860	126	2178269	1433261	125	1720547	1000622

Tableaux 4 : Moyenne et médiane des éléments de rémunération des DGD/MD selon les quartiles de la taille : effectif salarié

	RF			BA			RE			RG			RI		
	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane	n	Moyenne	Médiane
Petite	105	162594	138600	94	78461	33000	128	228265	184926,5	128	381905	231115	105	237356	47000
Moyenne	74	258695	209637	65	117681	82323	127	296682	233810	127	374819	236900	74	249422	87421
Grande	87	276268	239011	79	96681	35000	131	324965	233924	131	438545	233924	87	275576	96143
Très grande	112	494504	409464	113	706408	413000	121	1163686	798000	121	2264871	1614098	112	1920516	1225888

Avec : RF : rémunération fixe, BA : bonus annuel, RE : rémunération en espèces (RF + BA), RG : rémunération globale (RE + valeur des stock-options et actions gratuites) et RI : rémunération incitative (RG moins la rémunération fixe).

Tableau 5 : Moyenne et médiane des rémunérations annuelles en euros accordées aux DGD/MD par secteur d'activité (2003-2005)

	RF			BA			RE			RI			RG		
	n	Moy	médiane	n	Moy	Médiane	n	Moy	Médiane	n	Moy	Médiane	n	Moy	Médiane
Industries	71	276244	195000	59	252084	90000	90	441398	232003	71	625013	81236	90	760050	245291
Biens de consommation	48	475072	408738	48	277670	107567	81	528802	288648	48	1041945	533940	81	965542	374084
Logiciels et services informatiques	64	172689	132000	59	151498	40134	81	299147	185069	64	420761	47798	81	544785	204155
Sociétés financières	63	355341	320000	61	636128	355000	66	967863	613859	63	1724216	891130	66	1995083	1011447
Médias et publicité	38	358182	264617	35	379740	103665	57	556358	326962	38	567452	320032	57	690709	397694
Equipement et services de santé	32	248646	194476	30	141865	43850	45	315978	152300	32	464616	119743	45	579984	252315
Voyages et loisirs	12	402212	362232	12	507760	195788	27	542682	342583	12	952390	792983	27	760341	342583
Services aux collectivités - Transport	24	216558	195548	24	66608	39020	24	297453	294138	24	80894	64420	24	297453	294138
Distribution spécialisée et généraliste	8	295886	296962	8	18172	20452	18	240906	217710	8	123030	52564	18	271390	217710
Electronique et équipement électrique	18	323422	161150	15	77286	45000	18	419187	212007	18	95766	59439	18	419187	212007
Total	378	305914	240169	351	291984	84617	507	493635	270747	378	747228	123496	507	844151	301500

Moy : Moyenne

RF : Rémunération fixe

RE : Rémunération en espèces (rémunération fixe + le bonus annuel).

RG : Rémunération globale (rémunération en espèces + valeur des stock-options et des actions gratuites).

RI : Rémunération incitative (rémunération globale moins la rémunération fixe).

Tableau 6 : Matrice de corrélation de Pearson

	RF	BA	RE	RG	RI	DGD	TCA	PAI	CI	CD	CP	DISP	CFE	CPM	CETAT	3IE	3IIF	3IIFE	KB
RF	1	0,545*	0,776*	0,688*	0,585*	0,027	0,200*	0,035	0,21*	0,317*	0,274*	0,107**	0,018	-0,144*	0,019	0,148***	-0,104	-0,086	0,379*
p		0,000	0,000	0,000	0,000	0,603	0,000	0,510	0,000	0,000	0,000	0,044	0,731	0,007	0,721	0,096	0,160	0,194	0,000
n		349	378	378	378	351	351	351	378	378	378	351	351	351	351	126	184	230	336
BA	1	0,953*	0,696*	0,677*	-0,053	0,096***	0,000	0,201*	0,379*	0,286*	0,283*	0,283*	-0,090	-0,165*	-0,084	-0,058	-0,219***	-0,171**	0,553*
p		0,000	0,000	0,000	0,321	0,083	0,000	0,997	0,000	0,000	0,000	0,000	0,106	0,003	0,131	0,539	0,004	0,012	0,000
n		351	351	349	351	327	351	327	351	351	351	327	327	327	327	116	175	215	311
RE	1	0,793*	0,728*	0,019	0,163*	0,040	0,277*	0,451*	0,358*	0,266*	0,266*	0,266*	-0,158*	-0,081***	-0,040	-0,094	-0,190*	-0,163*	0,591*
p		0,000	0,000	0,669	0,000	0,382	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,076	0,387	0,225	0,005	0,004	0,000
n		507	378	507	477	477	507	507	507	507	507	477	477	477	477	170	218	304	461
RG	1	0,991*	0,089**	0,141*	0,087***	0,302*	0,466*	0,355*	0,290*	-0,175*	0,290*	0,290*	-0,163*	-0,082***	-0,049	-0,183**	-0,150**	-0,180*	0,651*
p		0,000	0,043	0,002	0,055	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,072	0,284	0,017	0,026	0,002	0,000
n		378	507	477	477	507	507	507	507	507	507	477	477	477	477	170	218	304	461
RI	1	0,044	0,075	0,055	0,252*	0,418*	0,301*	0,267*	0,267*	0,267*	0,267*	0,267*	-0,084	-0,163*	-0,075	-0,141	-0,146**	-0,169*	0,627*
p		0,396	0,161	0,300	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,115	0,002	0,162	0,115	0,047	0,010	0,000
n		378	351	351	378	378	378	351	378	378	378	351	351	351	351	126	184	230	336
DGD	1	-0,086***	0,282*	0,000	0,485	0,965	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,362	0,015	0,366	0,520	0,360	0,206
p		0,060	0,000	0,477	0,000	0,000	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,362	0,015	0,366	0,520	0,360	0,206
n		477	477	507	507	507	507	477	477	507	507	477	477	477	477	170	218	304	461
TCA	1	0,238*	0,161*	0,155*	0,135*	0,288*	0,135*	0,288*	0,288*	0,288*	0,288*	0,288*	-0,368*	0,010	0,258*	0,164**	-0,026	-0,003	0,107**
p		0,000	0,000	0,001	0,003	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,823	0,000	0,041	0,711	0,963	0,021
n		477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	155	203	289	460
PAI	1	0,131*	0,133*	0,083***	0,436*	-0,341*	0,436*	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,065	0,002	-0,120	-0,050	-0,005	-0,051
p		0,004	0,004	0,069	0,000	0,000	0,069	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,159	0,973	0,136	0,478	0,932	0,277
n		477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	155	203	289	460
CI	1	0,821*	0,419*	0,102**	-0,135*	0,071	-0,046	-0,102	-0,022	-0,108***	0,297*	0,297*	0,297*	0,297*	0,297*	0,297*	0,297*	0,297*	0,297*
p		0,000	0,000	0,025	0,003	0,120	0,318	0,185	0,744	0,059	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
n		507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507	507
DISP	1	0,580*	0,174*	-0,169*	0,026	-0,027	-0,123	-0,051	-0,136**	0,550*	0,550*	0,550*	0,550*	0,550*	0,550*	0,550*	0,550*	0,550*	0,550*
p		0,000	0,000	0,000	0,567	0,554	0,109	0,450	0,017	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
n		507	507	507	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477
CP	1	0,176*	-0,246*	0,148*	-0,093**	0,021	-0,106	-0,025	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*	0,318*
p		0,000	0,000	0,001	0,042	0,790	0,117	0,660	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
n		477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477

Suite tableau 6

	DISP	CFE	CPM	CETAT	3IIE	3IIF	3IIEF	KB
DISP	1	-0,579*	-0,334*	-0,124*	0,072	-0,004	0,090	0,232*
p		0,000	0,000	0,007	0,372	0,950	0,126	0,000
n		477	477	477	155	203	289	460
CFE	1		-0,489*	-0,182*	0,178**	0,114	0,097***	-0,089**
p			0,000	0,000	0,027	0,106	0,100	0,058
n			477	477	155	203	289	460
CPM	1			-0,105**	-0,255*	-0,051	-0,133**	-0,115**
p				0,022	0,001	0,471	0,024	0,013
n				477	155	203	289	460
CETAT	1				-0,070	-0,182*	-0,182*	-0,069
p					0,384	0,009	0,002	0,142
n					155	203	289	460
3IIE	1					0,017	0,790*	-0,136***
p						0,877	0,000	0,092
n						84	169	153
3IIF	1						0,722***	-0,055
p							0,000	0,443
n							218	200
3IIEF	1							-0,131**
p								0,027
n								285

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

Le tableau 5 présente les coefficients de corrélation de Pearson, les valeurs de significativité P, et le nombre des observations valides pour la période 2003 à 2005.

Avec : RF : rémunération fixe, BA : bonus annuel, RE : rémunération en espèces, RG : rémunération incitative (RG – RF), DGD : variable binaire égale à 1 si le dirigeant est membre du conseil d'administration au 31/12, TCA : taille du conseil d'administration (*Dafsalien*), PAI : pourcentage des administrateurs indépendants, CI : centralité d'intermédiation du conseil, CD : centralité de degré du conseil, CP : centralité de proximité du conseil, DISP : variable dichotomique égale à 1 si le capital de l'entreprise est dispersé au seuil de 20% et 0 sinon (concentration), CFE : variable dichotomique égale à 1 si le capital est contrôlé par une famille ou un entrepreneur et 0 sinon, CPM : variable dichotomique égale à 1 si le capital est contrôlé par une autre société et 0 sinon, CETAT : variable dichotomique égale à 1 si le capital est contrôlé par l'Etat français et 0 sinon. 3IIE : pourcentage du capital détenu par les trois premiers investisseurs institutionnels (II) étrangers, 3IIF : pourcentage du capital détenu par les trois premiers II français, 3IIEF : pourcentage du capital détenu par les trois premiers II étrangers et français. KB : capitalisation boursière annuelle moyenne.

Tableau 7 : Matrice de corrélation de Pearson (transformation en logarithme naturel)

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

Le tableau 7 présente les coefficients de corrélation de Pearson, les valeurs de significativité P, et le nombre des observations valides pour la période 2003 à 2005.

Avec : Ln RF : logarithme de la rémunération fixe, Ln BA : logarithme du bonus annuel, Ln RE : logarithme de la

	Ln RF	Ln BA	Ln RE	Ln RG	Ln RI	Ln KB	Ln CA	Ln T.AC	MTBV	ROA	TSR
Ln RF	1	0,704*	0,9378*	0,851*	0,660*	0,667*	0,579*	0,544*	-0,024	-0,169*	-0,015
p		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,662	0,001	0,781
n		316	378	378	355	315	378	378	339	377	352
Ln BA		1	0,877*	0,817*	0,837*	0,711*	0,657*	0,659*	0,022	-0,208*	-0,027
p			0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,712	0,000	0,642
n			318	318	316	274	318	318	295	317	299
Ln RE			1	0,925*	0,797*	0,759*	0,668*	0,682*	-0,048	-0,195*	0,018
p				0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,298	0,000	0,695
n				507	355	419	507	507	468	505	481
Ln RG				1	0,925*	0,772*	0,654*	0,673*	0,017	-0,176*	0,056
p					0,000	0,000	0,000	0,000	0,712	0,000	0,219
n					355	419	507	507	468	505	481
Ln RI					1	0,760*	0,589*	0,576*	0,106***	-0,125*	0,050
p						0,000	0,000	0,000	0,056	0,019	0,366
n						295	355	355	324	354	332
Ln KB						1	0,869*	0,909*	0,060	-0,042	-0,063
p							0,000	0,000	0,227	0,393	0,201
n							419	419	410	418	415
Ln CA							1	0,900*	-0,171*	-0,135*	-0,006
p								0,000	0,000	0,002	0,891
n								507	468	505	481
Ln T.AC								1	-0,219	-0,170*	0,015
p									0,000	0,000	0,741
n									468	505	481
MTBV									1	0,380*	0,088***
p										0,000	0,059
n										466	464
ROA										1	0,085
p											0,062
n											479

rémunération en espèces, Ln RG : logarithme de la rémunération globale (RF+ BA + Valeur des stock-options + valeur des actions gratuites), RI : logarithme de la rémunération incitative (RG – RF), Ln CA : logarithme du Chiffre d'affaires, Ln TAC : logarithme naturel des actifs totaux à la fin de l'année (en milliers d'euros), TSR : pourcentage du rendement total des actionnaires (*Total Shareholder Return*), ROA : rendement des actifs totaux du bilan, MTBV : ratio capitalisation boursière sur valeur comptable des capitaux propres.

Tableau 8 : Matrice de corrélation de Pearson

	RF	BA	RE	RG	RI	CA	EFF	TAC	TSR	ROA	ROE	ROCE	MTBV
RF													
p						0,325*	0,432*	0,205*	-0,003	-0,105**	-0,033	-0,092	0,023
n						0,000	0,000	0,000	0,950	0,040	0,545	0,117	0,670
						378	378	378	352	377	339	294	339
BA													
p						0,524*	0,406*	0,451*	-0,037	-0,165*	-0,001	0,002	-0,038
n						0,000	0,000	0,000	0,508	0,002	0,989	0,968	0,498
						351	351	351	328	349	314	276	316
RE													
p						0,547*	0,496*	0,442*	-0,004	-0,147*	-0,003	-0,011	-0,007
n						0,000	0,000	0,000	0,925	0,001	0,952	0,821	0,874
						507	507	507	481	505	464	404	468
RG													
p						0,565*	0,497*	0,454*	0,038	-0,118*	-0,016	0,001	0,019
n						0,000	0,000	0,000	0,407	0,008	0,735	0,985	0,676
						507	507	507	481	505	464	404	468
RI													
p						0,548*	0,449*	0,451*	0,037	-0,125**	-0,020	-0,007	0,006
n						0,000	0,000	0,000	0,491	0,015	0,719	0,907	0,918
						378	378	378	352	377	339	294	339
CA													
p						1	0,575*	0,533*	0,013	-0,160*	-0,032	-	-0,168*
n							0,000	0,000	0,784	0,000	0,491	0,011	0,000
							499	499	474	497	459	399	463
EFF													
p							1	0,365*	-0,027	-0,159*	-0,047	-0,132*	-0,132*
n								0,000	0,561	0,000	0,308	0,008	0,004
								507	481	505	464	404	468
TACT													
p								1	0,007	-0,171*	0,016	-0,182*	-0,162*
n									0,870	0,000	0,736	0,000	0,000
									481	505	464	404	468
TSR													
p									1	0,085**	0,047	0,016	0,088
n										0,062	0,321	0,745	0,059
										479	448	394	464
ROA													
p										1	0,811*	0,45*	0,380*
n											0,000	0,000	0,000
											464	403	466
ROE													
p											1	0,541*	0,427*
n												0,000	0,000
												401	443
ROCE													
p												1	0,404*
n													0,000
													392

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10% respectivement.

L'annexe 8 présente les coefficients de corrélation de Pearson, les valeurs de significativité P, et le nombre des observations valides pour la période 2003 à 2005.

Avec : RF : rémunération fixe, BA : bonus annuel, RE : rémunération en espèces, RG : rémunération globale, RI : rémunération incitative (RG – RF), CA : Chiffre d'affaires en milliers d'euros, EFF : effectif des salariés de l'entreprise au 31/12, TAC : montant des actifs du bilan en milliers d'euros, TSR : pourcentage du rendement total des actionnaires (*Total Shareholder Return*), ROA : rendement des actifs totaux du bilan, ROE : rendement des capitaux propres, ROCE : rendement des capitaux employés, MTBV : ratio capitalisation boursière sur valeur comptable des capitaux propres.

**Régressions multiples concernant l'échantillon des Directeurs Généraux
Délégués et Membres du Directoire**

Tableau 9 : Résultats des estimations de la rémunération fixe et du bonus annuel

Variables	Signes	Rémunération fixe		Bonus annuel	
		Coeff. B	t (P)	Coeff. B	t (P)
Constante	+ /-	1,904	0,288 (0,000)*	-2,896	-4,425 (0,000)*
TCA	+	-0,003	0,006 0,584	-0,054	-4,128 (0,000)*
PAI	+/-	0,000	0,002 0,924	0,002	0,530 (0,597)
CD (<i>centralité de degré en nombre</i>)	+ /-	0,006	0,960 0,338	0,069	4,721 (0,000)*
DGD		0,079	1,361 (0,175)	0,272	2,256 (0,025)**
DISP	+	0,147	2,192 (0,029)**	0,921	6,67 (0,000)*
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,254	11,587 (0,000)*	0,526	10,931 (0,000)*
TSR	+			0,002	0,858 (0,392)
ROA	+			-0,045	-3,285 (0,001)*
RISQUE	+			-0,043	-1,725 (0,079)***
Equipement et services de santé	+ /-	-0,012	0,108 (0,910)	0,478	2,052 (0,041)**
Biens de consommation	+ /-	0,140	0,098 (0,155)	-0,046	-0,222 0,824
Distribution généraliste et spécialisée	+ /-	0,452	0,218 (0,039)**	0,103	0,235 0,814
Electronique et Equipement électrique	+ /-	0,433	0,144 (0,003)*	1,676	3,585 (0,001)*
Services aux collectivités - transport industriel	+ /-	0,507	0,270 (0,062)***	1,208	1,876 (0,062)***
Logiciels et services informatiques	+ /-	-0,146	0,095 (0,127)	0,469	2,215 (0,028)**
Voyages et loisirs	+ /-	0,285	0,157 (0,070)*	-0,004	-0,011 (0,991)
Assurances, banques et services financiers	+ /-	-0,220	0,103 (0,034)*	-0,513	-2,3 (0,022)**
Médias et publicité	+ /-	0,164	0,107 (0,126)	0,599	2,603 (0,010)*
A. 2004	+ /-	0,008	0,067 (0,907)	0,139	0,963 (0,337)
A. 2005	+ /-	0,006	0,065 (0,921)	0,432	(2,883) (0,004)**
R ² Aj.			52,5%		67,5%
F.			19,961		27,622
P.			(0,000)		(0,000)
D-W			1,627		1,787
n			292		255

Le tableau 9 présente les coefficients de régression B, statistiques t de Student et (valeurs P)

Les coefficients des variables « secteur d'activités » et « années » s'analysent en référence au secteur des industries et à l'année 2003.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 10 : Résultats des estimations : Rémunération en espèces et Rémunération incitative

Variables	Signes	Rému. en Espèces		Rému. Incitative	
		Coeff. B	t (P)	Coeff. B	t (P)
Constante	+ /-	0,226	0,713 (0,476)	-5,867	-7,641 (0,000)*
TCA	+	-0,009	-1,368 (0,172)	-0,056	-3,371 (0,001)*
PAI	+/-	0,001	0,409 (0,683)	0,005	1,161 (0,247)
CD (<i>centralité de degré en nombre</i>)	+ /-	0,017	2,219 (0,027)**	0,042	2,332 (0,021)*
DGD		0,121	2,057 (0,040)**	0,010	0,066 (0,947)
DISP	+	0,236	3,329 (0,001)*	0,537	3,157 (0,002)*
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière moyenne</i>)	+	0,402	16,505 (0,000)*	0,783	13,658 (0,000)*
TSR	+	0,001	0,859 (0,391)	0,001	0,453 (0,651)
ROA	+	-0,028	-3,864 (0,000)*	-0,032	-1,876 (0,062)***
RISQUE	+	0,008	0,623 (0,534)	0,011	0,361 (0,718)
Equipement et services de santé	+ /-	0,212	1,754 (0,080)	1,528	5,341 (0,000)*
Biens de consommation	+ /-	0,039	0,411 (0,681)	0,789	3,102 (0,002)
Distribution généraliste et spécialisée	+ /-	-0,091	-0,578 (0,564)	1,249	2,279 (0,024)
Electronique et Equipement électrique	+ /-	0,523	2,967 (0,003)*	1,256	2,763 (0,006)*
Services aux collectivités - transport industriel	+ /-	0,670	2,130 (0,034)**	1,293	1,919 (0,056)***
Logiciels et services informatiques	+ /-	0,035	0,358 (0,721)	0,824	3,265 (0,001)*
Voyages et loisirs	+ /-	0,077	0,599 (0,550)	1,173	2,887 (0,004)*
Assurances, banques et services financiers	+ /-	-0,207	-1,735 (0,084)***	0,013	0,049 (0,961)
Médias et publicité	+ /-	0,147	1,342 0,180	0,850	3,088 (0,002)
A. 2004	+ /-	0,048	0,709 (0,479)	-0,139	-0,788 (0,431)
A. 2005	+ /-	0,095	1,310 (0,191)	-0,058	-0,316 (0,753)
R ² Aj.			67,5%		63,2%
F.			38,013		24,27
P.			(0,000)		(0,000)
D-W			1,619		1,403
n			387		271

Le tableau 10 présente les coefficients de régression B, statistiques t de Student et (valeurs P)

Les coefficients des variables « secteur d'activités » et « années » s'analysent en référence au secteur des industries et à l'année 2003.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 11 : Résultats des estimations de la rémunération globale

Variables	Signes	Rému. globale (A)		Rému. globale (B)	
		Coeff. B	t (P)	Coeff. B	t (P)
Constante	+ /-	-1,030	-2,546 (0,011)*	-0,900	-2,367 (0,018)**
TCA	+	-0,017	-2,148 (0,032)*	-0,016	-2,033 (0,043)**
PAI	+/-	0,005	1,161 (0,247)	0,005	2,112 (0,035)**
CD (<i>centralité de degré en nombre</i>)	+ /-	0,042	2,332 (0,021)**	0,020	2,181 (0,030)**
DGD		0,010	0,066 (0,947)	0,103	1,393 (0,164)
DISP	+	0,245	2,704 (0,007)*	0,239	2,681 (0,008)*
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière</i>)	+	0,516	16,569 (0,000)*	0,510	17,111 (0,000)*
TSR	+	0,001	0,453 (0,651)		
ROA	+	-0,028	-3,072 (0,002)*	-0,027	-3,049 (0,002)*
RISQUE	+	0,011	0,691 (0,490)		
Equipement et services de santé	+ /-	0,490	3,744 (0,000)	0,569	3,758 (0,000)*
Biens de consommation	+ /-	0,085	0,701 (0,484)	0,060	0,513 (0,608)
Distribution généraliste et spécialisée	+ /-	-0,046	-0,227 (0,820)	-0,090	-0,466 (0,642)
Electronique et Equipement électrique	+ /-	0,502	2,229 (0,026)	0,530	2,567 (0,011)**
Services aux collectivités - transport industriel	+ /-	0,501	1,246 (0,214)	0,562	1,417 (0,157)
Logiciels et services informatiques	+ /-	0,185	1,484 (0,139)	0,204	1,688 (0,092)***
Voyages et loisirs	+ /-	0,230	1,392 (0,165)	0,206	1,280 (0,201)
Assurances, banques et services financiers	+ /-	-0,029	-0,190 (0,850)	-0,057	-0,392 (0,695)
Médias et publicité	+ /-	0,175	1,257 (0,210)	0,147	1,089 (0,277)
A. 2004	+ /-	-0,121	-1,387 (0,166)	-0,144	-1,718 (0,087)***
A. 2005	+ /-	-0,125	-1,354 (0,176)	-0,148	-1,713 (0,087)***
R ² Aj.			64,6%		64,7%
F.			36,24		41
P.			(0,000)		(0,000)
D-W			1,454		1,457
n			387		392

Le tableau 11 présente les coefficients de régression B, statistiques t de Student et (valeurs P)

Les coefficients des variables « secteur d'activité » et « années » s'analysent en référence au secteur des industries et à l'année 2003.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 12 : Résultats des estimations selon la nature de l'actionnariat : Rémunération fixe et Bonus annuel

Variables	Signes	Rémunération fixe		Bonus annuel	
		Coeff. B	t (P)	Coeff. B	t (P)
Constante	+ /-	2,196	7,029 (0,000)*	-1,696	-2,433 (0,016)**
TCA	+/-	0,002	0,238 (0,812)	-0,051	-3,770 (0,000)*
PAI	+/-	0,000	-0,017 (0,986)	0,003	0,755 0,451
CD (<i>centralité de degré en nombre</i>)	+	0,005	0,798 (0,426)	0,065	4,492 (0,000)*
DGD	+/-	0,366	3,005 (0,014)	0,366	3,005 (0,003)*
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière 3</i>)	+	0,233	10,629 (0,000)*	0,497	10,204 (0,000)
TSR	+	-	-	0,000	0,196 (0,845)
ROA	+	-	-	-0,048	-3,599 (0,000)*
RISQUE	+	-	-	-0,042	-1,695 (0,091)***
Contrôle familial ou entrepreneur	-	-0,088	-1,144 (0,253)	-0,807	-5,140 (0,000)**
Contrôle par une autre société	-	-0,172	-2,272 (0,024)	-0,946	-6,132 (0,000)*
Contrôle par l'Etat	-	-0,256	-1,649 (0,100)	-0,740	-2,039 (0,042)**
A. 2004	+/-	0,016	0,247 (0,805)	0,142	1,004 0,316
A. 2005	+/-	0,026	0,400 (0,689)	0,413	2,817 (0,005)**
R ² Aj.			62%		65,6%
F.			31,47		24,23
P.			0,000		0,000
D-W			1,514		1,679
n			411		268

Le tableau présente les coefficients de régression B, statistiques t de Student et (valeurs P).

Les coefficients des variables « années », « nature du contrôle » s'analysent en référence au secteur des industries, à l'année 2003 et aux sociétés à capital dispersé respectivement.

Les coefficients des variables « secteur d'activités » ne sont pas reportés dans le tableau.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 13 : Résultats des estimations selon la nature de l'actionnariat : RE et RI

Variables	Signes	Rému. en Espèces		Rému. Incitative	
		Coeff. B	t (P)	Coeff. B	t (P)
Constante	+/-	0,738	2,102 (0,036)**	-5,372	-6,492 (0,000)*
TCA	+/-	-0,005	-0,805 (0,421)	-0,064	-3,724 (0,000)*
PAI	+/-	0,001	0,606 (0,545)	0,005	1,085 (0,279)
CD (<i>centralité de degré en nombre</i>)	+	0,019	2,489 (0,013)**	0,038	2,142 (0,033)*
DGD	+/-	0,178	2,902 (0,004)*	0,123	0,823 (0,411)
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière 3</i>)	+	0,373	15,042 (0,000)*	0,779	13,498 (0,000)
TSR	+	0,000	0,029 (0,977)	0,001	0,394 (0,694)
ROA	+	-0,034	-4,837 (0,000)*	-0,042	-2,533 (0,012)**
RISQUE	+	0,005	0,410 (0,682)	0,017	0,556 (0,579)
Contrôle familial ou entrepreneur	-	-0,236	-2,895 (0,004)*	-0,586	-3,034 (0,003)*
Contrôle par une autre société	-	-0,221	-2,654 (0,008)*	-0,435	-2,274 (0,024)**
Contrôle par l'Etat	-	-0,269	-1,528 (0,127)	-0,303	-0,670 (0,504)
A. 2004	+/-	0,092	1,350 (0,178)	-0,034	-0,197 (0,844)
A. 2005	+/-	0,160	2,242 (0,026)**	0,036	0,201 (0,841)
R ² Aj.			62%		61,6%
F.			31,47		21,80
P.			0,000		0,000
D-W			1,514		1,448
n			411		285

Le tableau présente les coefficients de régression B, statistiques t de Student et (valeurs P)

Les coefficients des variables « années », « nature du contrôle » s'analysent en référence au secteur des industries, à l'année 2003 et aux sociétés à capital dispersé respectivement.

Les coefficients des variables « secteur d'activités » ne sont pas reportés dans le tableau.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Tableau 14 : Résultats des estimations selon la nature de l'actionariat : Rémunération globale

Variables	Signes	Rému. globale		Rému. globale	
		Coeff. B	t (P)	Coeff. B	t (P)
Constante	+/-	-0,442	-0,997 (0,319)	-0,388	-0,930 (0,353)
TCA	+/-	-0,017	-2,030 (0,043)**	-0,018	-2,073 (0,039)**
PAI	+/-	0,005	2,254 (0,025)**	0,005	2,252 (0,025)**
CD (<i>centralité de degré en nombre</i>)	+	0,021	2,099 (0,036)**	0,022	2,419 (0,016)**
DGD	+/-	0,153	1,981 (0,048)**	0,158	2,094 (0,037)**
TAILLE (<i>ln capitalisation boursière 3</i>)	+	0,485	15,509 (0,000)*	0,483	16,152 (0,000)*
TSR	+	0,000	0,323 (0,747)		
ROA	+	-0,037	-4,150 (0,000)*	-0,035	-4,114 (0,000)*
RISQUE	+	0,006	0,356 (0,722)		
Contrôle familial ou entrepreneur	-	-0,301	-2,928 (0,004)*	-0,303	-2,930 (0,004)*
Contrôle par une autre société	-	-0,175	-1,658 (0,024)**	-0,177	-1,725 (0,085)**
Contrôle par l'Etat	-	-0,173	-0,780 (0,436)	-0,166	-0,756 (0,450)
A. 2004	+/-	0,016	0,247 (0,805)	-0,059	-0,718 (0,473)
A. 2005	+/-	0,026	0,400 (0,689)	-0,031	-0,373 (0,710)
R ² Aj.			61,8%		62,10%
F.			31,22		35,10
P.			0,000		0,000
D-W			1,391		1,389
n			411		416

Le tableau présente les coefficients de régression B, statistiques t de Student et (valeurs P)

Les coefficients des variables « années », « nature du contrôle » s'analysent en référence au secteur des industries, à l'année 2003 et aux sociétés à capital dispersé respectivement.

Les coefficients des variables « secteur d'activité » ne sont pas reportés dans le tableau.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Annexe 6 : Indemnités de départ des dirigeants du CAC 40

Société Mandataires sociaux concernés	Montant prévisionnel de l'indemnité de départ	Conditions de performance
Accor Directeur Général Gilles Pellisson	Trente-six mois de sa dernière rémunération fixe et variable perçue en qualité de Directeur Général au cours du dernier exercice clos antérieurement à la date de cessation de son mandat social. Soit une indemnité potentielle de 6,75 millions d'euros sur la base de sa rémunération en espèces de 2007.	L'indemnité due à raison de la cessation du mandat social ne pourrait être versée que si la moyenne annuelle du résultat courant avant impôt du Groupe constatée sur l'ensemble des exercices clos de la période accomplie de son mandat de directeur Général est supérieure à la moyenne annuelle du résultat courant avant impôt du Groupe constatée sur l'ensemble des trois exercices ayant précédé la période du mandat.
Danone PDG Antoine Riboud et 3 directeurs généraux	Deux fois sa rémunération brute annuelle (incluant sa rémunération fixe et variable et ses avantages en nature) perçue au titre de ses fonctions au cours des douze derniers mois précédant la date d'expiration de ses fonctions. Soit pour le PDG une indemnité potentielle de 7,5 millions d'euros sur la base de sa rémunération annuelle de 2007.	Le versement de cette indemnité sera subordonné à la réalisation de conditions de performance, identiques pour chacun des quatre mandataires sociaux, et basées sur la comparaison de la croissance des chiffres d'affaires du groupe Danone et de celui d'un panel de groupes internationaux de référence dans le secteur de l'alimentation, sur une période de 5 ans. Sur la Période de Référence : - Si la croissance interne des chiffres d'affaires (CICA) du Groupe est égale ou supérieure à la médiane des CICA du Panel, le mandataire social se verra attribuer 100 % du montant de l'indemnité, - Si le CICA du Groupe est supérieur ou égal au premier quartile et inférieur à la médiane des CICA du Panel, le

		<p>mandataire social se verra attribuer 50 % du montant de l'indemnité</p> <ul style="list-style-type: none"> - Si le CICA du Groupe est inférieur au premier quartile des CICA du Panel, aucune indemnité ne sera versée au mandataire social.
Alcatel-Lucent Directrice Générale Patricia Russo	<p>Le maintien du versement de la rémunération fixe pendant une période dite de continuation de deux ans et du versement, au cours des deux mois de décembre intervenant durant la période en question, d'une prime égale au bonus cible de sa rémunération variable, ainsi que l'accélération de l'acquisition de ses droits à options de souscription d'actions. La période de continuation et les versements correspondants sont pris en compte pour le calcul de l'âge, des années de service et des rémunérations sur lesquels sont calculées les rentes de retraite. Les différents avantages sociaux, de retraite et en nature prévus se poursuivent également pendant cette période.</p>	<p>Sur la période allant du 1^{er} janvier 2009 et jusqu'à la cessation de ses fonctions, Patricia Russo doit atteindre au moins 90 % des objectifs de performance relatifs aux revenus du Groupe ou 75 % des objectifs de performance relatifs au résultat opérationnel. Les objectifs de performance sont fixés par le conseil d'administration pour la détermination de la rémunération variable de la Directrice Générale.</p>
Air Liquide Indemnité de départ du PDG Benoît Potier (2 DGD bénéficient également d'une indemnité de départ potentielle)	<p>La rémunération moyenne mensuelle totale fixe et variable des 24 mois précédant la cessation du mandat.</p> <p>Si la révocation ou le non-renouvellement du mandat intervenait dans les 24 mois suivant un changement de contrôle d'Air Liquide, cette indemnité serait majorée d'un montant de 12 mois de rémunération</p>	<p>Le droit de bénéficier des droits dépendra de la moyenne de l'écart entre la Rentabilité, après impôts, des Capitaux utilisés (ROCE) et le Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC) (évalué sur fonds propres comptables) calculés, (sur la base des comptes consolidés certifiés et approuvés par l'Assemblée Générale), sur les 3 derniers exercices ayant précédé l'exercice au cours duquel intervient le départ.</p>

		<p>Les formules suivantes seront appliquées :</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Écart moyen (ROCE – WACC)</th> <th>Proportion de l'indemnité due</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>≥ 200 pb</td> <td>100 %</td> </tr> <tr> <td>≥ 100 bp et < pb 200</td> <td>50 %</td> </tr> <tr> <td>≥ 0 bp et < 100 bp</td> <td>25 %</td> </tr> <tr> <td>< 0</td> <td>0</td> </tr> </tbody> </table> <p><i>pb : point de base</i></p>	Écart moyen (ROCE – WACC)	Proportion de l'indemnité due	≥ 200 pb	100 %	≥ 100 bp et < pb 200	50 %	≥ 0 bp et < 100 bp	25 %	< 0	0
Écart moyen (ROCE – WACC)	Proportion de l'indemnité due											
≥ 200 pb	100 %											
≥ 100 bp et < pb 200	50 %											
≥ 0 bp et < 100 bp	25 %											
< 0	0											
<p>Total Directeur Général Christophe de Margerie</p>	<p>Le montant maximum de cette indemnité est de deux ans de rémunération brute à partir d'une ancienneté de trente ans dans le Groupe. La base de référence de cette indemnité est la rémunération brute (part fixe et part variable) des douze mois précédant la résiliation ou le non renouvellement du mandat social. Cette indemnité est augmentée d'une somme égale à une année de la rémunération brute définie ci-dessus en cas d'acceptation par le dirigeant social d'une clause de non concurrence, ou en cas de prise de contrôle de la Société si le départ a lieu dans les deux ans suivant la prise de contrôle.</p>	<p>La condition de performance sera considérée comme remplie si deux au moins des trois critères définis ci-dessous sont satisfaits :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la moyenne des ROE (<i>return on equity</i>) des trois années précédant l'année de départ du dirigeant social atteint au moins 12% ; - la moyenne des ROACE (<i>return on average capital employed</i>) des trois années précédant l'année de départ du dirigeant social atteint au moins 10% ; - le taux de croissance de la production de pétrole et du gaz du Groupe TOTAL est supérieur ou égal à la moyenne du taux de croissance des quatre sociétés : ExxonMobil, RD Shell, BP et Chevron, au cours des trois années précédant l'année de départ du dirigeant social. 										

Annexe 7 : Liste des 181 entreprises constituant l'échantillon

A NOVO	GROUPE PARTOUCHE
ACCOR	GUERBET SA
AFFINE	GUYENNE & GASCOGNE
AFONE	HAULOTTE GROUP
AGF	HAVAS
AIR FRANCE-KLM	HF COMPANY
AIR LIQUIDE	HIGH CO
ALCATEL-LUCENT	HYPARLO
ALES GROUPE	ILOG SA
ALSTOM	IMERYS SA
ALTEN	INFOGRAMES ENTERTAINMENT
ALTRAN TECHNOLOGIES	INGENICO SA
APRIL GROUP	IPSOS SA
APRR	JC DECAUX SA
ARCELOR MITTAL	JET MULTIMEDIA SA
AREVA SA	KAUFMAN & BROAD SA
ARKOPHARMA	KLEPIERRE
ASF	LACIE
ASSYSTEM	LAFARGE
ATOS ORIGIN	LAFUMA
AUDIKA	LAURENT-PERRIER
AVANQUEST SOFTWARE	LDC SA
AVENIR TELECOM	LISI SA
AVIATION LATECOERE	LOCINDUS SA
AXA	MANITOU
BACOU DALLOZ	MANUTAN INTERNATIONAL
BELVEDERE	MAUREL ET PROM
BIC	MEDIDEP
BIOMERIEUX INC	METROPOLE TELEVISION
BNP PARIBAS	MR BRICOLAGE SA
BOIRON	NATIXIS
BOLLORE	NEOPOST SA
BOURSORAMA	NEXANS SA
BOUYGUES	NEXITY
BRICORAMA	NICOX
BULL	NORBERT DENTRESSANGLE
BUSINESS OBJECTS	NRJ GROUP
CAMAIEU	OBERTHUR CARD SYSTEMS
CANAL +	PAGES JAUNES
CAP GEMINI	PERNOD RICARD
CARBONE LORRAINE	PEUGEOT SA
CARREFOUR	PIERRE & VACANCES
CARRERE GROUP	PLASTIC OMNIUM
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	PPR SA
CEGEDIM SA	PROSODIE SA

CEGID GROUP SA	PROVIMI SA
CEREP	PUBLICIS GROUPE
CGG VERITAS	REMY COINTREAU
CHARGEURS	RENAULT SA
CIMENTS FRANCAIS	RHODIA SA
CLARINS	RODRIGUEZ GROUP
CLUB MEDITERRANEE	SAFRAN
CNP ASSURANCES	SAFT GROUPE
COMPAGNIE DES ALPES (CDA)	SAINT GOBAIN
COMPLETEL EUROPE NV	SANEF
CREDIT AGRICOLE	SCHNEIDER ELECTRIC
CS COMMUNICATION & SYSTEMS	SCOR
DAMARTEX SA	SEB SA
DASSAULT SYSTEMES	SECHE ENVIRONNEMENT
DEVOTEAM SA	SILIC SA
DEXIA SA	SOCIETE GENERALE
EADS	SODEXHO ALLIANCE SA
EIFFAGE SA	SOITEC
ENTREPOSE CONTRACTING	SOPRA GROUP
ERAMET SA	SPIR COMMUNICATION
ESSILOR INTL	SR TELEPERFORMANCE
ESSO (FRANCAISE)	STALLERGENES S.A.
EULER HERMES SA	STEF TFE
EURAZEO SA	STMICROELECTRONICS
EUROFINS SCIENTIFIC SA	SUEZ SA
EURONEXT	TECHNIP SA
EXEL INDUSTRIES	TELEVISION FRANCAISE 1 (TF1)
FAURECIA SA	THALES
FIMALAC SA	THERMADOR GROUPE
FONCIA GROUPE	THOMSON SA
FONCIERE DES REGIONS	TOUPARGEL GROUPE
FRANCE TELECOM	TRIGANO SA
GAMELOFT SA	U10 SA
GAUMONT SA	UBI SOFT ENTERT.
GEMALTO N.V.	UNIBAIL RODAMCO
GEMPLUS	UNION FIN. DE FRANCE
GENERALE DE SANTE	VALEO SA
GEODIS SA	VALLOUREC SA
GFI INFORMATIQUE	VEOLIA ENVIRONNEMENT SA
GIFI SA	VIRBAC
GL EVENTS	VIVENDI
GL TRADE	VRANKEN POMMERY MONOPOLE
GROUPE BOURBON	WAVECOM SA
GROUPE CRIT	WENDEL
GROUPE DANONE	ZODIAC
GROUPE FLO	

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE	4
INTRODUCTION GENERALE	6
1. LE CONTEXTE DE LA RECHERCHE.....	12
2. L'OBJET DE LA RECHERCHE	17
3. LES APPORTS DE LA RECHERCHE.....	18
CHAPITRE 1 : LES THEORIES EXPLICATIVES DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS	20
1. LA PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE	20
1.1. La théorie de l'agence	21
1.1.1 La divergence d'intérêts	21
1.1.2 L'asymétrie d'information.....	23
1.1.3 Les limites de la théorie de l'agence.....	27
1.2 La théorie de l'évaluation relative de la performance	29
1.3 La théorie de l'offre et de la demande de travail : le marché des dirigeants	30
1.3.1 Le marché managérial et le niveau des rémunérations	30
1.3.2 L'approche disciplinaire du marché des dirigeants	34
2. LA PERSPECTIVE POLITIQUE.....	35
2.1 La théorie de la discrétion managériale.....	35
2.1.1 La discrétion managériale dans la théorie disciplinaire de l'agence.....	35
2.1.2 La discrétion managériale selon Hambrick et Finkelstein.....	36
2.2 La théorie de l'enracinement	38
2.2.1 L'activisme managérial et l'enracinement.....	39
2.2.1.1 L'enracinement et l'expropriation de la rente.....	39
2.2.1.2 L'enracinement et la création de la rente	40
2.2.2. L'activisme managérial et la stratégie de carrière externe.....	41
3. LA PERSPECTIVE PSYCHOLOGIQUE ET SYMBOLIQUE.....	41

3.1 La théorie de la comparaison sociale.....	42
3.1.1 Les réseaux sociaux et la rémunération des dirigeants	44
3.1.1.1. La perspective interorganisationnelle	46
3.1.1.2 La perspective contractuelle des réseaux	49
3.1.2 Le cumul des mandats par les dirigeants	50
3.1.3 Le cumul des mandats par les mandataires sociaux.....	51
3.1.4 La densité des liens entre les conseils d'administration	58
3.1.5 Le comité des rémunérations	62
3.1.5.1 Revue des études empiriques sur le comité des rémunérations	67
3.1.5.2 Le réseau des liens entre les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40	68
3.1.5.3 La composition et l'activité des comités des rémunérations des sociétés du CAC 40	78
3.2 La théorie du tournoi	79
4. CONCLUSION	81

CHAPITRE 2 : LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : LA PERSPECTIVE POLITIQUE 83

1. LES DÉFINITIONS DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	83
1.1 L'approche disciplinaire de la gouvernance	83
1.1.1 L'approche actionnariale	83
1.1.2 L'approche partenariale de la gouvernance	85
1.2 L'approche cognitive de la gouvernance.....	86
1.3 La gouvernance d'entreprise en France.....	88
1.4 Le conseil d'administration	91
1.4.1 Les aspects historiques et juridiques.....	92
1.4.2 Les rôles et responsabilités du conseil d'administration.....	94
1.4.3 Les caractéristiques des conseils d'administration en France.....	97
1.4.4 Les structures d'organisation du pouvoir dans l'entreprise	98
1.4.4.1 Le lien entre la structure du conseil et la performance de l'entreprise	100
1.4.4.2 Le lien entre la structure du conseil et la rémunération des dirigeants	100

A/ La structure des conseils des sociétés cotées au SBF 250	102
B/ L'historique de l'évolution des structures des conseils du SBF 250.....	103
1.4.5 Le lien entre la taille du conseil et la rémunération des dirigeants	106
1.4.5.1 Les approches théoriques	106
1.4.5.2 Les études empiriques	109
1.4.6 La composition du conseil d'administration	109
1.4.6.1 Quelles définitions pour la notion d'administrateur indépendant ? ..	110
1.4.6.2 Quels critères retenir pour qualifier l'indépendance d'un administrateur ?.....	112
1.4.6.3 Quelle proportion d'administrateurs indépendants dans un conseil ?	113
1.4.6.4 Quels rôles/complémentarités attribués aux administrateurs internes et aux administrateurs externes ?	114
1.4.6.5 Quel rôle pour les administrateurs indépendants ?	115
1.4.6.6 Les études empiriques sur l'indépendance du conseil	118
A/ Le lien entre l'indépendance du conseil et la rémunération des dirigeants	118
B/ Le lien entre l'indépendance du conseil et la performance de l'entreprise	118
2. LA STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS	121
2.1 Le lien entre la participation des investisseurs institutionnels au capital et la rémunération des dirigeants	124
2.2 Le lien entre la concentration du capital et la rémunération des dirigeants.....	133
2.3 Le lien entre l'actionnariat du dirigeant et sa rémunération	133
2.4 Le lien entre l'actionnariat des salariés et la rémunération des dirigeants	135
2.4.1 Les raisons de la mise en place d'un actionnariat salarié	139
2.4.1.1 Les raisons de mise en place d'un actionnariat salarié par les entreprises	139
2.4.1.2 Les intérêts d'un actionnariat salarié pour les salariés.....	140
2.4.2 Le lien entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise.....	140
2.5 Le choix du seuil de contrôle.....	143
2.6 La structure du capital des sociétés du SBF 250	144
2.7 La nature de l'actionnariat	146
3. CONCLUSION	148

CHAPITRE 3 : LA PERFORMANCE DE LA FIRME ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE 150

1. LA RELATION ENTRE LA PERFORMANCE ET LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS 150

1.1 La sensibilité de la rémunération à la création de la valeur actionnariale 151

1.2 La performance relative et la rémunération des dirigeants..... 155

1.3 La rémunération de la chance..... 156

1.4 La mesure de la performance de l'entreprise..... 160

1.4.1 La performance boursière 161

1.4.2 La performance financière de l'entreprise 161

1.5 Le lien entre le risque de l'entreprise et la rémunération des dirigeants 163

2. LES COMPOSANTES DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS 164

2.1 La rémunération fixe 164

2.2 Le bonus annuel : un incitatif à court terme 167

2.3 Les stock-options : un incitatif à long terme 170

2.3.1 Les aspects historiques et juridiques..... 173

2.3.2 Les principes de fonctionnement des stock-options 174

2.3.3 Le cycle de vie d'une stock-option..... 175

2.3.4 La mise en place d'un plan de stock-options 176

2.3.4.1 L'initiative d'attribution..... 176

2.3.4.2 L'autorisation de l'Assemblée Générale Extraordinaire..... 177

2.3.4.3 Les contraintes juridiques liées à la mise en place des stock-options..... 177

2.3.5 La valorisation des stock-options 178

2.3.6 La méthodologie d'évaluation des stock-options 178

2.3.6.1 Calcul de la valeur des options selon le modèle Black & Scholes.... 178

2.3.6.2 Calcul de la valeur des options selon le modèle Cox, Ross, Rubinstein

..... 179

2.3.7 Le terme d'une stock-option..... 180

2.3.8 Le calcul de la volatilité du prix de l'action 180

2.3.9 La sensibilité de la valeur d'une option aux différents paramètres de sa valorisation 181

2.3.10 Les limites de la formule de Black et Scholes 181

2.3.11 La fiscalité des stock-options..... 182

2.3.12 La comptabilisation des stock-options.....	183
2.3.12.1 Les normes américaines.....	183
2.3.12.2 Les normes internationales	184
2.4 Les actions gratuites	185
2.5 Les avantages sociaux et non monétaires.....	188
2.6 Les primes de départ.....	188
2.6.1 Les différents motifs de départ	188
2.6.1.1 La révocation pour juste motif.....	190
2.6.1.2 La révocation <i>ad nutum</i>	191
2.6.2 Les approches explicatives de l'adoption des primes de départ	192
2.6.3 La rémunération des administrateurs non exécutifs.....	193
2.6.3.1 La rémunération ordinaire.....	194
2.6.3.2 Les rémunérations exceptionnelles	195
3. CONCLUSION	196

CHAPITRE 4 : LA MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE ET LES RESULTATS DE L'ÉTUDE EMPIRIQUE 197

1. L'EXPLORATION DU TERRAIN	197
1.1. L'approche qualitative.....	197
1.2 La synthèse du corpus textuel.....	198
2. LES ÉCHANTILLONS DE LA RECHERCHE.....	202
3. LA DÉFINITION DES VARIABLES	204
3.1 Les variables dépendantes	204
3.1.1 La rémunération fixe.....	205
3.1.2 Le bonus annuel.....	205
3.1.3 La rémunération en espèces.....	205
3.1.4 La rémunération incitative	206
3.1.5 La rémunération globale	206
3.2 Les variables de contrôle	207
3.2.1 La taille de l'entreprise	207
3.2.1.1 Niveau de la rémunération en espèces et la taille de l'entreprise	211
3.2.1.2 Le niveau de la rémunération globale et la taille de l'entreprise	214
A/ Les sociétés cotées au CAC 40	215

B/ Les sociétés cotées au SBF 120 (hors CAC 40).....	215
C/ Les sociétés cotées SBF 250 hors SBF 120	216
3.2.1.3 La rémunération incitative et la taille de l'entreprise	217
3.2.2 Le secteur d'activité.....	221
3.2.2.1 La rémunération en espèces et le secteur d'activité	223
3.2.2.2 La part de la rémunération incitative et le secteur d'activité	225
3.3 Les variables de mesure de la performance de l'entreprise	228
3.4 La synthèse des variables expliquées et explicatives	232
3.5 La spécification des modèles d'analyse.....	233
4. LA RÉMUNÉRATION DU PREMIER DIRIGEANT	234
4.1 L'analyse des résultats des régressions année par année.....	234
4.1.1 Le niveau de la rémunération fixe du premier dirigeant.....	235
4.1.2 Le niveau du bonus annuel du premier dirigeant.....	237
4.1.3 Le niveau de la rémunération en espèces du premier dirigeant	239
4.1.4 Le niveau de la rémunération globale du premier dirigeant	242
4.2 L'analyse des résultats des régressions générales	246
4.2.1 Les déterminants du niveau de la rémunération fixe	247
4.2.2 Les déterminants du niveau du bonus annuel	252
4.2.3 Les déterminants de la rémunération en espèces	255
4.2.4 Les déterminants du niveau de la rémunération incitative.....	258
A/ Le poids des stock-options et des actions gratuites.....	267
B/ Le poids du bonus annuel.....	268
C/ La rémunération du premier dirigeant et l'actionnariat salarié	269
4.2.5 Les déterminants du niveau de la rémunération globale.....	271
5. LA RÉMUNÉRATION DES DIRECTEURS GÉNÉRAUX DÉLÉGUÉS ET DES MEMBRES DU	
DIRECTOIRE	277
5.1 L'échantillon.....	277
5.1.1 La distribution sectorielle de l'échantillon	278
5.1.2 La synthèse des variables des modèles spécifiés	280
5.2 La spécification des modèles d'analyse.....	281
5.3 L'analyse et la discussion des résultats	281
5.3.1 Les statistiques descriptives.....	281
5.3.2 Les déterminants de la rémunération fixe.....	282
5.3.3 Les déterminants du bonus annuel.....	283
5.3.4 Les déterminants de la rémunération en espèces	284
5.3.5 Les déterminants de la rémunération incitative	284

5.3.6 Les déterminants de la rémunération globale	284
6. CONCLUSION	286
CONCLUSION GENERALE	287
BIBLIOGRAPHIE	295
ANNEXES	322
Annexe 1 : Liste des principales dispositions réglementaires sur la rémunération des dirigeants en France	322
Annexe 2 : Liste des codes de conduite d'entreprise d'application volontaire	324
Annexe 3 : Guide du choix du contenu des entretiens avec les six personnalités retenues dans l'étude qualitative.	332
Annexe 4 : Principaux résultats des études empiriques sur le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance	333
Annexe 5 : Statistiques descriptives et résultats des régressions – Directeurs généraux délégués et Membre du directoire	337
Annexe 6 : Indemnités de départ des dirigeants du CAC 40	350
Annexe 7 : Liste des 181 entreprises constituant l'échantillon	353
TABLE DES MATIERES.....	355
Liste des tableaux	362
Liste des graphiques	368
Liste des sigles.....	370
RESUME DE LA THESE.....	371

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Typologie des mécanismes de gouvernance	27
Tableau 2 : Types des dirigeants des 40 premières capitalisations boursières (1981-1997)....	32
Tableau 3 : Types de N°1 des 40 premières capitalisations boursières, 2002-2006	32
Tableau 4 : Distribution des 458 PDG selon les institutions fréquentées	33
Tableau 5 : Evolution du taux des différents types de dirigeants sur 14 ans	34
Tableau 6 : Répartition des administrateurs par nombre de mandats cumulés	54
Tableau 7 : Mandats d’Henri Proglio au 31/12/2005	54
Tableau 8 : Répartition des connexions pour les 249 entreprises du SBF 250 en 2005	55
Tableau 9 : Statistiques sur les connexions et les appariements des sociétés du SBF 250	56
Tableau 10 : Statistiques sur les connexions et les appariements des sociétés du SBF 250	56
Tableau 11 : Sociétés du SBF 250 avec plus de 8 connexions en 2005.....	58
Tableau 12 : Extrait de la matrice des relations inter-conseils des sociétés du CAC 40 en 2005	59
Tableau 13 : Densité des liens entre les conseils d’administration des sociétés du CAC 40... 59	59
Tableau 14 : Comparaison de la densité des conseils des sociétés du CAC 40 selon les sources des données	62
Tableau 15 : Vote des actionnaires du rapport de rémunération.....	66
Tableau 16 : Structure des mandats dans les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40.....	69
Tableau 17 : Extrait de la matrice de croisement des comités des rémunérations.....	70
Tableau 18 : Classement des comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 selon l’indice de centralité de degré et de proximité en 2003	74
Tableau 19 : Classement des comités des rémunérations selon l’indice de centralité de degré et de proximité en 2006.....	75
Tableau 20 : Classement des comités rémunérations des sociétés du CAC 40 selon la centralité d’intermédiarité en 2003 et en 2006.....	76
Tableau 21 : Nombre de sièges des administrateurs multi mandatés dans les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2003 et 2006.	77
Tableau 22 : statistiques descriptives des principales variables sur la période 2002-2005.....	78

Tableau 23 : Taux de présence et nombre de réunions des comités des rémunérations en 2006	79
Tableau 24 : Synthèse des principales recherches sur la rémunération du CEO	82
Tableau 25 : Tableau comparatif des modèles de gouvernance.....	90
Tableau 26 : Structure organisationnelle des entreprises françaises.....	102
Tableau 27 : Structure du conseil des sociétés de l'indice SBF 250 au 20/03/2007.....	103
Tableau 28 : Taille des conseils d'administration des sociétés du SBF 250 au 31/12/2005..	107
Tableau 29 : Taille des conseils d'administration des sociétés du CAC 40 au 31/12.....	108
Tableau 30 : Comparaison de l'approche dominante avec le référentiel cognitif.....	117
Tableau 31 : Part des administrateurs indépendants selon l'indice de cotation en 2005	120
Tableau 32 : Répartition du pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels identifiés selon l'indice de cotation sur la période 2002-2005.....	132
Tableau 33 : Actionnariat salarié des sociétés de l'indice SBF 250 en 2005.....	142
Tableau 34 : Actionnariat salarié des sociétés de l'indice SBF 250 - période 2002 à 2005 ..	143
Tableau 35 : Part du capital des trois premiers actionnaires des sociétés de l'échantillon au 31/12/2005.....	145
Tableau 36 : Répartition des entreprises selon la structure du capital (concentration/dispersion) sur la période 2002-2005.....	145
Tableau 37 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises contrôlées par une famille ou par un entrepreneur en 2005.....	147
Tableau 38 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises contrôlées par une autre société en 2005	147
Tableau 39 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises contrôlées par l'Etat Français en 2005.....	147
Tableau 40 : Répartition du capital des trois premiers actionnaires des entreprises à capital dispersé.....	147
Tableau 41 : Rémunération fixe (en euros) du premier dirigeant des sociétés cotées sur la période 2002-2005	165
Tableau 42 : Rémunération fixe (en euros) des directeurs généraux délégués et des membres de directoire des sociétés cotées sur la période 2003-2005.....	166
Tableau 43 : Variation de la rémunération fixe des directeurs généraux délégués et des membres du directoire sur la période 2003-2005.....	166

Tableau 44 : Bonus annuel (en euros) du premier dirigeant des sociétés cotées au SBF 250 sur la période 2002-2005.....	169
Tableau 45 : Bonus annuel (en euros) des directeurs généraux délégués et membres de directoire des sociétés cotées en 2003.....	170
Tableau 46 : La synthèse des positions possibles d'une option.....	175
Tableau 47 : Fiscalité des stock-options en France.....	183
Tableau 48 : Les avantages en nature attribués aux premiers dirigeants des sociétés du SBF 250 en 2005.....	188
Tableau 49 : Effectifs des sociétés avec une indemnité de départ selon l'indice de cotation	189
Tableau 50 : Jetons de présence attribués aux premiers dirigeants des sociétés de l'échantillon en 2005 selon l'indice de cotation.....	195
Tableau 51 : Sélection de l'échantillon.....	203
Tableau 52 : Statistiques descriptives des principaux éléments comptables (en milliers d'euros) des sociétés de l'échantillon sur 2002-2005.....	209
Tableau 53 : Nombre de salariés des sociétés de l'échantillon sur la période 2002-2005.....	210
Tableau 54 : Distribution des entreprises selon les indices de cotation et les groupes de taille en 2005.....	211
Tableau 55 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction du total des actifs du bilan sur la période 2002-2005.....	211
Tableau 56 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction de l'effectif des salariés sur la période 2002-2005.....	212
Tableau 57 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction de la capitalisation boursière sur la période 2002-2005.....	212
Tableau 58 : Rémunération en espèces (en euros) du premier dirigeant en fonction du chiffre d'affaires sur la période 2002-2005.....	212
Tableau 59 : Rémunération en espèces du premier dirigeant selon les quartiles de la taille.	213
Tableau 60 : Evolution de la rémunération en espèces moyenne sur la période 2002-2005.	213
Tableau 61: Evolution de la rémunération en espèces médiane sur la période 2002-2005 ...	214
Tableau 62 : Ratio REMINCIT des dirigeants du SBF 250 sur la période 2002 à 2005.....	218
Tableau 63 : Ratio REMINCIT des dirigeants du SBF 250 selon les quartiles de la taille ...	218
Tableau 64 : Test de Kruskal-Wallis du ratio REMINCIT selon la taille de l'entreprise.....	219
Tableau 65 : Volume des stock-options attribuées aux dirigeants du SBF 250.....	220

Tableau 66 : Poids des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants.....	220
Tableau 67 : Part du bonus annuel dans la rémunération globale des dirigeants.....	221
Tableau 68 : Ratio bonus annuel / rémunération fixe des dirigeants du SBF 250	221
Tableau 69 : Distribution des entreprises de l'échantillon selon le secteur d'activité	222
Tableau 70 : Rémunération en espèces du premier dirigeant (<i>en milliers d'euros</i>) selon le secteur d'activité sur la période 2002 à 2005	223
Tableau 71 : Test Bonferroni de comparaisons multiples - variable dépendante : Logarithme de la rémunération en espèces du premier dirigeant pour la période 2003-2005.....	224
Tableau 72 : Ratio REMINCIT selon le secteur d'activité sur la période 2002-2005	225
Tableau 73 : Test Bonferroni de comparaisons multiples - variable dépendante : Ratio rémunération incitative sur rémunération globale du premier dirigeant.....	226
Tableau 74 : Age des dirigeants du SBF 250 sur la période 2002-2005	227
Tableau 75 : Age du premier dirigeant au 31/12/2005 selon l'indice de cotation	227
Tableau 76 : Corrélations entre la variable âge et les mesures de la rémunération	227
Tableau 77 : Rendement des actifs des sociétés de l'échantillon (période 2002-2005).....	228
Tableau 78 : Ratio <i>Market to book</i> value des sociétés de l'échantillon pour la période 2002- 2005.....	229
Tableau 79 : Le TSR des sociétés du SBF 250 sur la période 2002-2005	230
Tableau 80 : Variables comptables et financières des sociétés du SBF 250 sur la période 2002- 2005	231
Tableau 81 : Distribution conjointe des sociétés selon la taille et le secteur d'activité en 2005	235
Tableau 82 : Résultat des régressions annuelles : niveau de la rémunération fixe (RF) en 2003, 2004 et 2004	236
Tableau 83 : Résultats des régressions annuelles : niveau du bonus annuel (BA) en 2003, 2004 et 2005.....	238
Tableau 84 : Résultats des régressions annuelles : niveau de la rémunération en espèces (RE) en 2002, 2003, 2004 et 2005.	240
Tableau 85 : Résultats des régressions annuelles : niveau de la rémunération globale (RG) en 2002, 2003, 2004 et 2005.....	242
Tableau 86 : Résultats des régressions annuelles : niveau de la rémunération en espèces (RE) et de la rémunération globale (RG) selon la nature d'actionnariat en 2005.....	245

Tableau 87 : Résultats des régressions générales de la rémunération fixe (RF) selon les mesures de la centralité du conseil.....	249
Tableau 88 : Résultats de la régression générale de la rémunération fixe selon la nature de l'actionnariat	250
Tableau 89 : Régression multivariée sur la variable rémunération fixe.....	251
Tableau 90 : Résultats de la régression générale du bonus annuel selon la nature de l'actionnariat	253
Tableau 91 : Résultats des régressions générales du bonus annuel selon les mesures de la centralité du conseil.....	254
Tableau 92 : Résultats des régressions générales de la rémunération en espèces (RE) selon les mesures de la centralité du conseil.....	256
Tableau 93 : Résultats des régressions générales de la rémunération en espèces (RE) selon les mesures de la centralité du conseil et la nature de l'actionnariat.	257
Tableau 94 : Résultats des régressions générales de la rémunération incitative (RI) selon les mesures de la centralité du conseil.....	259
Tableau 95 : Résultats des régressions générales de la rémunération incitative (RI) selon les mesures de la centralité du conseil et la nature de l'actionnariat.	260
Tableau 96 : Régressions multivariées sur la part de la rémunération incitative selon les mesures de la centralité du conseil sur la période 2002-2005.....	262
Tableau 97 : Test de Kruskal –Wallis sur la variable REMINCIT selon les quartiles de la performance financière relative.....	263
Tableau 98 : Test des différences de moyennes du ratio REMINCIT	264
Tableau 99 : Part de la rémunération incitative selon les déciles de la performance financière relative.....	264
Tableau 100 : Test de Kruskal -Wallis sur la variable dépendante « REMINCIT » selon les déciles de la performance financière relative.....	265
Tableau 101 : Distribution des performances financières relatives et absolues et de la part de la rémunération incitative du premier dirigeant en fonction du secteur d'activité.....	266
Tableau 102 : Régression multivariée sur le ratio REMBONUS.....	268
Tableau 103 : Test de Kruskal-Wallis du ratio REMINCIT selon le pourcentage du capital des actionnaires salariés dans l'entreprise.....	269

Tableau 104 : Tests de Kruskal –Wallis des mesures de la performance de l’entreprise selon le pourcentage du capital des actionnaires salariés	270
Tableau 105 : Résultats des régressions générales de la rémunération globale (RG) selon les mesures de la centralité du conseil	272
Tableau 106 : Résultats des régressions générales de la rémunération globale (RG) selon les mesures de la centralité du conseil et la nature de l’actionnariat	273
Tableau 107 : Synthèse des principaux résultats.....	274
Tableau 108 : Distribution de l’échantillon par secteur d’activité.....	278
Tableau 109 : Valeur potentielle des stock-options accordées aux DGD et MD en milliers d’euros 2003-2005	279
Tableau 110 : Valeur des actions gratuites accordées aux DGD/MD en milliers d’euros en 2005.....	279

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Salaire annuel net des PDG en 2005 selon la nature et la taille de l'entreprise.	15
Graphique 2 : Evolution des cours de l'indice SBF 250 sur la période 2000-2008.....	17
Graphique 3 : Lien entre la rémunération des dirigeants et la stratégie (Gomez, 2008a).....	38
Graphique 4 : Evolution de la densité des liens entre les Conseils d'administration des sociétés du CAC 40 au 31/12.....	59
Graphique 5 : Densité des liens entre conseils d'administration au 31/12	60
Graphique 6 : Réseau des conseils des sociétés du SBF 250 au 31/12/2005	60
Graphique 7 : Liens entre les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2003 ...	73
Graphique 8 : Liens entre les comités des rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2006 ...	73
Graphique 9 : Liens entre les comités de rémunérations des sociétés du CAC 40 en 2003 - Dimension individu.....	76
Graphique 10 : Perspectives explicatives de la rémunération des dirigeants.....	80
Graphique 11 : Evolution de la structure des conseils des sociétés de l'échantillon entre 2002 et 2005.....	104
Graphique 12 : Evolution de la structure du conseil des sociétés du CAC 40 1995-2007.....	104
Graphique 13 : Evolution de la taille des conseils des sociétés de l'échantillon entre 2002 et 2005.....	107
Graphique 14 : Les actifs des investisseurs institutionnels par secteur institutionnel en France entre 1994-2006 (<i>en millions d'euros</i>).....	125
Graphique 15 : Les actifs des investisseurs institutionnels par type d'investisseurs en France entre 1994-2006 (<i>en millions d'euros</i>).....	125
Graphique 16 : Les actifs totaux des investisseurs institutionnels en France entre 1994 et 2006 (<i>en millions d'euros</i>).....	126
Graphique 17 : Mécanisme des stock-options.....	176
Graphique 18 : Répartition des entreprises françaises cotées ayant effectivement attribué des stock-options et/ou des actions gratuites.....	187
Graphique 19 : Distribution de la rémunération globale des premiers dirigeants des sociétés du CAC 40 selon la capitalisation boursière moyenne (2002-2005)	215

Graphique 20 : Distribution de la rémunération globale des premiers dirigeants des sociétés du SBF 120 hors CAC 40 selon la capitalisation boursière moyenne (2002-2005)	216
Graphique 21 : Distribution de la rémunération globale des premiers dirigeants des sociétés du SBF 250 hors SBF 120 selon la capitalisation boursière (2002-2005)	217

LISTE DES SIGLES

ADAM : Association de Défense des Actionnaires Minoritaires.
AFEP : Association Française des Entreprises Privées
AI : Administrateur Indépendant
AMF : Autorité des Marchés Financiers
AS : Actionnariat salarié
CA : Conseil d'Administration
CD : Centralité de Degré
CETAT : Contrôle par l'Etat Français
CFE : Contrôle par une Famille ou un Entrepreneur
CPM : Contrôle par une Personne Morale
DG : Directeur général
DGD : Directeur Général Délégué
DISP : Capital dispersé
EGCI : *European Coproprate Governance Institute*
FAS : Fédération Française des Actionnaires Salariés
IFA : Institut Français des Administrateurs
IFGE : Institut Français de Gouvernement d'entreprise
II : Investisseurs Institutionnels
IIE : Investisseurs Institutionnels étrangers
IIF : Investisseurs Institutionnels Français
LBO : *Leverage Buy-Out*
LSF : Loi de Sécurité Financière
MD : Membre du Directoire
MEDEF : Mouvement des Entreprises de France
MTBV : *Market to Book Value*
NRE : Loi sur les Nouvelles Régulations Économiques
OPC : Organismes de placement collectif
PAI : Pourcentage des Administrateurs Indépendants
PCA : Président du Conseil d'Administration
PD : Président du Directoire
PDG : Président-Directeur Général
RE : Rémunération en espèces
REMBONUS : Part du bonus annuel dans la rémunération globale
REMINCIT : Part de la rémunération incitative dans la rémunération globale
REMOPTIONS : Part des stock-options et des actions gratuites dans la rémunération globale
RF : Rémunération Fixe
RG : Rémunération Globale
RI : Rémunération Incitative
ROA : Rendement des actifs du bilan (*Return On Assets*)
SA : Société Anonyme
SCA : Structure du Conseil d'Administration
SEC : Securities and Exchange Commission
TEPA : Loi en faveur du Travail, de l'Emploi et du Pouvoir d'Achat
TSR : Rendement pour l'actionnaire (*Total Shareholder Return*)

RESUME DE LA THESE

Titre : L'INFLUENCE DE LA GOUVERNANCE ET DE LA PERFORMANCE SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées

Résumé :

La rémunération des dirigeants d'entreprise est un phénomène majeur dans le débat sur la gouvernance d'entreprise. Dans les études empiriques et théoriques, la question suivante est toujours d'actualité : comment le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants peuvent-ils être expliqués ?

Bien que de nombreuses théories puissent être utilisées et l'aient effectivement été pour expliquer la rémunération des dirigeants, le champ est encore dominé par l'approche contractuelle de la théorie de l'agence introduite par Jensen et Meckling (1976). Les théories qui ont été utilisées dans la littérature peuvent être classées en trois catégories d'approches : l'approche économique, l'approche politique et l'approche symbolique/psychologique. C'est en combinant ces trois approches pour tenter d'expliquer la rémunération des dirigeants que l'on obtient les résultats les plus concluants. Notre recherche explore un échantillon des dirigeants des sociétés cotées au SBF 250 sur la période 2002-2005. Les résultats accordent peu de crédit à la théorie de l'agence : la rémunération n'est pas corrélée à la performance des entreprises. En revanche, les approches politique et symbolique montrent que des variables comme les liens humains entre les conseils d'administration et la nature de l'actionnariat de contrôle influencent la rémunération des dirigeants. Cette thèse présente plusieurs tests statistiques effectués sur les différentes composantes de la rémunération des dirigeants (rémunération fixe, bonus annuel, rémunération incitative, etc.) pour pallier les insuffisances des modèles de régressions linéaires.

Mots clés : Rémunération des dirigeants, sociétés cotées, gouvernance d'entreprise, conseil d'administration, comité des rémunérations, réseaux sociaux, structure de l'actionnariat, performance.

Title: *INFLUENCE OF GOVERNANCE AND PERFORMANCE ON EXECUTIVE COMPENSATION: The role of social networks in listed French companies*

Abstract:

Executive remuneration is a major issue in the corporate governance theme. In practice as well as in theory a debate still exists as to how executive compensation levels and structures can be explained. Although many different theories can be and are actually used to explain executive pay, the field is still dominated by the contract approach of agency theory as introduced by Jensen and Meckling (1976). The theories can be classified into three types: economic, political and psychological approach. Incorporating such a view in an attempt to explain executive pay broadens the scope and provides more conclusive explanations in the current debate. Our research explores a sample of the companies listed on the SBF 250 over the period 2002-2005. The results give little support to the agency theory: executive pay is not correlated to firm performance. However, political approach and symbolic approach show that human links between Boards of directors and the nature of the controlling shareholder do influence executive compensation. This thesis provides several statistical tests performed on different components of compensation (fixed salary, annual bonus, incentive, etc.) to make up for the shortcomings of linear regression models.

Key Words: *Executive compensation, listed companies, corporate governance, board of directors, compensation committee, social networks, shareholding structure, performance.*