

**UNIVERSITE LUMIERE LYON 2**

**Ecole doctorale : Science Economiques et Gestion**

**Faculté des sciences économiques et de Gestion- *Laboratoire COACTIS***

**(EA4161)**

**REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET GOUVERNANCE  
DES ENTREPRISES**

**THESE**

**Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences de Gestion**

Présentée et soutenue publiquement par

**Mohamed KHENISSI**

Le 30/05/2013

**Membres du Jury :**

***Directeur de thèse :*** **Monsieur Peter Wirtz**  
Professeur, Université Jean Moulin Lyon 3

***Rapporteurs :*** **Monsieur Gérard Charreaux**  
Professeur émérite, Université de Bourgogne  
**Madame Géraldine Broye**  
Professeur, E.M. Strasbourg

***Suffragants :*** **Monsieur Philippe Desbrières**  
Professeur, Université de Bourgogne  
**Madame Martine Séville**  
Professeur, Université Lumière Lyon 2



*« 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

*Cette thèse doit beaucoup aux nombreuses personnes qui m'ont encouragé, soutenu et conforté au long de toutes ces années. Qu'elles trouvent dans ce travail l'expression de mes plus sincères remerciements.*

*Mes premiers remerciements s'adressent à mon directeur de thèse, Monsieur le Professeur **Peter Wirtz**, pour la confiance qu'il m'a accordé en acceptant d'encadrer ce travail de recherche. Je tiens à lui exprimer ma reconnaissance pour sa grande disponibilité, ses multiples conseils et pour toutes les heures qu'il a consacré à diriger cette recherche. Je lui exprime enfin ma très profonde gratitude pour son aide précieuse dans la relecture et la correction de ma thèse. La justesse de ses critiques a été très constructive et utile. Mises à part ses contributions de fond, il a eu la pénible tâche de corriger mes fautes d'orthographe et de grammaire.*

*Je tiens également à remercier les professeurs **Gérard Charreaux** et **Géraldine Broye** qui me font l'honneur d'être les rapporteurs de ce travail. Je les remercie pour le temps qu'ils ont bien voulu consacrer à l'examen de ce travail. Mes remerciements s'adressent également aux professeurs **Philippe Desbrières** et **Martine Séville** d'avoir accepté de participer à ce Jury. Leur participation me fait honneur.*

*Je souhaite remercier mon laboratoire COACTIS de l'Université Lumière Lyon 2 pour le soutien logistique et matériel apporté tout au long de ce travail, en particulier à Madame Faïza Bettaieb.*

*J'adresse tous mes remerciements à mes amis Karen Moris, Thierry Serboff et Ivana Vitanova qui m'ont accompagné tout au long de ce parcours et qui n'ont pas cessé de me soutenir moralement et de m'encourager.*

*Finalement, mes remerciements vont à ma famille en particulier mes parents qui ont toujours cru en moi. Je tiens à remercier ma belle-famille pour leur encouragement pendant toute la durée de cette thèse. Mes derniers remerciements vont à ma femme pour la patience et le soutien dont elle a fait preuve durant ces dernières années.*

*A MES PARENTS*  
*A MA CHERE NARJESS*

## SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>8</b>
<b>PREMIERE PARTIE : LA SENSIBILITE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS FRANÇAIS A LA PERFORMANCE ET L'IMPACT DES PRESSIONS REGULATRICES.....</b>	<b>22</b>
1. INTRODUCTION.....	22
2. REVUE DE LA LITTERATURE ET HYPOTHESES .....	24
2.1. LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS DANS LE CADRE DE LA THEORIE DE L'AGENCE. ....	25
2.2. L'IMPACT DE LA REGULATION SUR LA SENSIBILITE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS A LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES .....	35
3. METHODOLOGIE .....	43
3.1. LA METHODE DE JENSEN ET MURPHY.....	44
3.2. DEFINITION DES VARIABLES.....	45
4. RESULTATS : UNE SENSIBILITE PLUS FORTE EN FRANCE QU'OUTRE-ATLANTIQUE	47
4.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES .....	47
4.2. REGRESSION.....	50
5. CONCLUSION PREMIERE PARTIE .....	60
<b>DEUXIEME PARTIE : GOUVERNANCE DES ENTREPRISES ET SENSIBILITE DE LA REMUNERATION A LA PERFORMANCE .....</b>	<b>63</b>
1. INTRODUCTION.....	63
2. REVUE DE LA LITTERATURE ET FORMULATION DES HYPOTHESES .....	65
2.1. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	68
2.2. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET COMITE DE REMUNERATION .....	73
2.3. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET STRUCTURE DE PROPRIETE .....	76
2.4. Conclusion .....	84
3. METHODOLOGIE .....	85
3.1. ECHANTILLON DE LA RECHERCHE.....	86
3.2. DEFINITION DES VARIABLES.....	86
3.3. PRESENTATION DE LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE .....	93
4. RESULTATS.....	97
4.1. ANALYSE DESCRIPTIVE.....	97
4.2. ANALYSE DE CORRELATION .....	103
4.3. ANALYSE DE REGRESSION .....	106
5. CONCLUSION .....	111
<b>TROISIEME PARTIE : PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : CAS VINCI .....</b>	<b>114</b>
1. INTRODUCTION.....	114
2. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : UNE ANALYSE THEORIQUE .....	116
2.1. CHOIX DU CADRE THEORIQUE .....	116
2.2. LA POLITIQUE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : OBJET ET COMPOSANTES .....	122
2.3. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS DANS UN CADRE ELARGI DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE .....	128
3. LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE.....	161
3.1. LE CHOIX DE L'ETUDE DE CAS .....	162
3.2. LA COLLECTE DES DONNEES ET LEUR ANALYSE.....	167
4. RESULTATS.....	170
4.1. PRESENTATION DE L'ENTREPRISE .....	170

4.2.	<i>CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX EVENEMENTS</i> .....	170
4.3.	<i>RESULTATS : LA POLITIQUE DE REMUNERATION CHEZ VINCI :UN PROCESSUS COMPLEXE ET DYNAMIQUE</i> .....	174
5.	<b>CONCLUSION</b> .....	194
	<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	197
	<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	205
	<b>LISTE DES FIGURES</b> .....	240
	<b>LISTE DES TABLEAUX</b> .....	242
	<b>TABLE DES MATIERES</b> .....	244
	<b>ANNEXES</b> .....	247

# INTRODUCTION GENERALE

Durant ces dernières années, la réputation de certains patrons de grandes entreprises a été sévèrement mise à mal. Récemment, un sondage de la *SOFRES* montre que 60% des français ont une mauvaise image des grands dirigeants (*L'Expansion* du 24 janvier 2011). Pour la majorité des français, les dirigeants sont très préoccupés par leurs intérêts personnels. Ainsi, 77% des interrogés pensent que les dirigeants «*pensent uniquement à leur propre rémunération*». Cette réaction peut être expliquée par les rémunérations perçues comme abusives attribuées aux dirigeants, de fortes plus-values sur les stock-options ainsi que d'importantes indemnités de départ.

Il est vrai que pendant des années, la rémunération des dirigeants français était un sujet tabou. En effet, pour des raisons purement culturelles, les français n'aiment pas parler argent (Mossuz-Lavau, 2007)<sup>1</sup>. Mais depuis l'entrée en vigueur de la loi des Nouvelles régulations économiques (NRE) en 2001 qui a rendu obligatoire la publication des montants attribués aux mandataires sociaux dans les rapports annuels, la rémunération des dirigeants est devenue un sujet très polémique et qui s'est amplifié par le contexte de la crise actuelle.

En France, la rémunération moyenne globale des dirigeants du CAC 40 a connu plusieurs variations durant ces dernières années (Figure 1). En 1999, elle atteignait déjà 2,42 millions d'euros. A cette époque, cette rémunération était approximativement six fois inférieure à celle attribuée aux dirigeants anglo-américains<sup>2</sup> (Leroy, 2010). Mais depuis cette date, la rémunération n'a pas cessé d'augmenter<sup>3</sup>, ce qui permet aux patrons français, dans un premier temps, de combler une partie de leur retard et, dans un deuxième temps, d'être les dirigeants les plus rémunérés en Europe (Proxinvest, 2007).

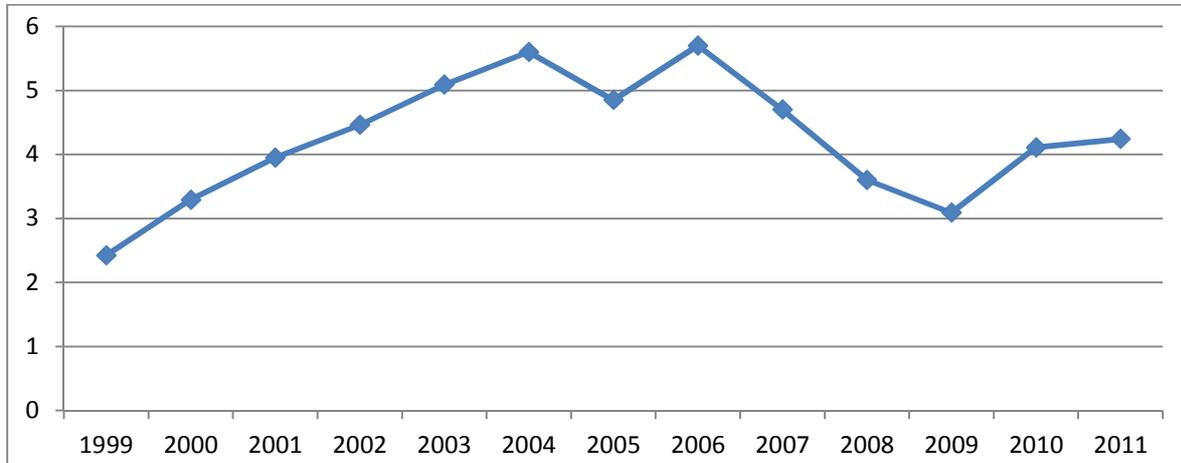
---

<sup>1</sup> Selon Mossuz-Lavau (2007), trois explications peuvent être présentées. Premièrement, les français sont généralement issus d'une culture paysanne, image de l'argent caché à la maison, de peur de se le faire voler. Deuxièmement, les français sont marqués par la religion catholique qui est la religion des pauvres. Une phrase de l'évangile que l'on prête à Jésus le résume très bien : «*Il est plus facile pour un chameau de passer par le trou d'une aiguille que pour le riche d'entrer au royaume des cieux*». La troisième explication est l'influence du marxisme. Les français avaient retenu que l'argent est un sujet immoral

<sup>2</sup> En 1999, la rémunération moyenne des dirigeants américains était de 12,4 millions de dollars.

<sup>3</sup> En 2005, la rémunération a connu une baisse de 13% par rapport à 2004. Cette diminution est due essentiellement au renouvellement de certains dirigeants du CAC 40.

**Figure 1 : L'évolution de la rémunération moyenne globale des dirigeants du CAC 40 en millions d'euros**

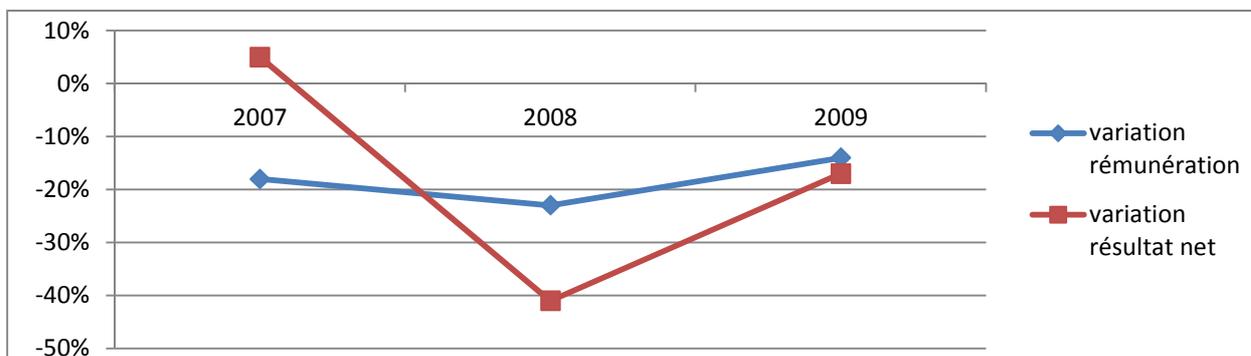


Source : Rapport Proxinvest (2005, 2007, 2010, 2012)

Toutefois, à partir 2006 et jusqu'en 2009, on a assisté à une diminution de 37% de la rémunération globale. Cette baisse est en partie expliquée par la crise financière que les entreprises françaises ont connue durant cette période. Mais cette baisse était moins importante que celle du résultat net (Figure 2).

Notons, enfin, que cette tendance à la baisse n'a pas duré longtemps, puisqu'en 2010, les dirigeants du CAC 40 ont vu leur revenu augmenter de 33% par rapport à 2009 pour se stabiliser en 2011 à un niveau proche de celui avant la crise.

**Figure 2 : L'évolution des variations de la rémunération globale moyenne et du résultat entre 2007 et 2009**



Source: Proxinvest (2012), Thomson One Banker

La publication de ces montants et de ces variations a fait de la rémunération des dirigeants un sujet très discuté. Il ne se passe plus un mois sans que la presse ne se penche sur ce sujet. Ce dernier a souvent été étudié autour de deux thèmes (Steiner, 2011) :

- La déconnexion, lorsque la part variable de la rémunération des dirigeants n'est pas toujours en corrélation avec la performance des entreprises. Tel est le cas de Patricia Russo, l'ancienne directrice d'Alcatel-Lucent, qui s'est fait attribuer une indemnité de départ de 6 millions d'euros tandis que la valeur boursière s'est effondrée de 95% entre 2000 et 2008.
- Les inégalités, lorsque l'écart ne cesse de se creuser entre les salariés et les dirigeants. Dans ce cadre, en 2007, trois dirigeants sur quatre ont vu leur rémunération augmenter de plus de 40% alors que les salaires des salariés n'ont guère progressé que de 4% entre 2000 et 2007 (Steiner, 2011).

Pourtant sur le plan théorique, la hausse des rémunérations des dirigeants s'est accompagnée d'une prise de conscience de l'importance des mécanismes d'incitation dans la structure de la rémunération (Celerier, 2011). La théorie sous-jacente est celle de l'agence. Les bases de cette théorie sont nées des analyses de Berle et Means (1932) dans les années trente. Dans leur ouvrage « *The Modern Corporation and Private Property* », Berle et Means (1932) s'intéressent à la séparation des fonctions de propriété et de décision dans les grandes entreprises américaines. Ils constatent ainsi que dans ces organisations les actionnaires ne sont pas en mesure d'assurer la gestion au quotidien. Ils délèguent par conséquent cette activité aux dirigeants professionnels. Cette délégation peut conduire à une situation où les intérêts du propriétaire et du dirigeant sont souvent divergents, en raison de la non-concordance des objectifs de ces deux parties. Jensen et Meckling (1976) prolongent cette analyse et considèrent la firme comme un ensemble de rapports contractuels entre individus aux objectifs souvent divers, parfois opposés ou contradictoires. La nature des rapports entre ces différents acteurs caractérise une relation d'agence « *contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne(s) a (ont) recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent* »<sup>4</sup>.

Dans le cadre de la relation d'agence, le principal (l'actionnaire) va confier *l'usus* de son droit de propriété à un agent (le dirigeant), ce dernier aura pour charge de gérer l'entreprise conformément aux intérêts de son principal (Parrat, 2003). Cette relation est marquée par la naissance de deux principaux phénomènes.

---

<sup>4</sup>Traduction de Charreaux (1997a).

Le premier concerne la divergence d'intérêts entre le principal et l'agent. En effet, dans un environnement relationnel, chaque acteur cherche à maximiser sa propre utilité au détriment de l'autre, ce qui est à l'origine du conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Jensen et Smith (1985) relèvent trois sources d'oppositions :

- L'attitude face au risque n'est pas la même pour les deux acteurs. Contrairement aux actionnaires qui investissent un capital financier, les dirigeants mettent en jeu leur capital humain. Ce capital est difficile à diversifier et à redéployer dans une autre entreprise. Donc, pour préserver leur poste, les dirigeants choisissent des investissements moins risqués avec des espérances de gains moins importantes. Cette attitude n'est pas souhaitée par les actionnaires qui sont peu averses au risque puisqu'ils peuvent diversifier leur richesse en la répartissant sur différents actifs.
- Les dirigeants ne raisonnent pas sur le même horizon temporel que les actionnaires. En effet, les dirigeants disposent d'un horizon qui dépend de leur présence dans l'entreprise. Rappaport (1990) justifie la gestion à court terme menée par les dirigeants par le fait que l'évaluation des résultats par les médias et leur communication aux actionnaires se basent sur des chiffres trimestriels. Ainsi, Charreaux (1994) oppose à la durée moyenne des fonctions managériales l'horizon théorique illimité des actionnaires, puisque la valorisation d'un titre se définit sur un horizon infini.
- Les dirigeants ont la possibilité de s'approprier une partie des ressources de la firme sous la forme de privilèges en vue d'une consommation personnelle. Ils s'octroient ainsi des avantages en nature (voitures de fonction, inscription coûteuse dans des clubs privés,...). En outre, les dirigeants sont susceptibles de maximiser les investissements dont le caractère spécifique est fonction de leur présence dans l'entreprise, ce qui leur permet d'obtenir un statut social plus élevé, une immunité plus grande par rapport aux actionnaires et une rémunération plus forte.

Cette divergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires n'est cependant pas la seule condition pour voir naître une relation d'agence (Poulain-Rehm, 2003). La deuxième condition concerne l'existence d'une situation d'asymétrie informationnelle. La présence effective du dirigeant au sein de la firme va lui permettre de disposer d'informations privilégiées et inaccessibles aux actionnaires. Ces informations peuvent s'avérer coûteuses à révéler puisque pour différentes raisons, les dirigeants masquent ou diffèrent la publication de ces informations. Cette asymétrie d'information engendre un double phénomène de sélection adverse et d'aléa moral (Arrow, 1965). La sélection adverse s'interprète comme

l'impossibilité pour l'actionnaire de définir de manière précise les conditions du contrat qui le lie avec le dirigeant. L'aléa moral naît de la difficulté pour l'actionnaire d'observer et d'évaluer le travail fourni par le dirigeant, soit parce qu'il éprouve des difficultés à surveiller le comportement des dirigeants, soit parce qu'il est coûteux d'observer ses comportements.

Ces relations entre actionnaires et dirigeants ne sont pas sans conséquences sur la valeur de l'entreprise. À la suite des conflits d'intérêts présentés ci-dessus, mais surtout en vue de la résolution de ces conflits, apparaissent ce que Jensen et Meckling (1976) appellent des coûts d'agence, qui surviennent « *dans toute situation impliquant une coopération (...) par deux ou plusieurs personnes, même s'il n'y a pas de relation principal-agent bien définie* » (Charreaux, p.24, 1987). Ces coûts sont de trois ordres :

- Coûts de surveillance : engagés par le principal pour vérifier que les décisions prises par l'agent sont conformes à ses propres intérêts.
- Coûts de dédouanement : supportés par l'agent afin de rassurer le principal sur la qualité de sa gestion.
- Coûts résiduels : représentent la perte d'utilité subie à la fois par le principal et par l'agent suite à la persistance de divergences d'intérêts.

Pour faire face à ce problème, la théorie de l'agence propose des mécanismes de gouvernance permettant de discipliner les dirigeants et de les obliger à agir dans l'intérêt des actionnaires. Dans cette optique, Charreaux (1997a) définit le système de gouvernance de l'entreprise comme « *l'ensemble des mécanismes 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* » (Charreaux, 1997a, p. 421-422). L'auteur ajoute qu'il existe une grande diversité de mécanismes de gouvernance. Toutefois, il est impossible de disposer d'une liste exhaustive, parce que le système de gouvernance est contingent à la forme des entreprises et à leurs caractéristiques (Wirtz, 2011). Face à ce problème, les chercheurs ont essayé de faire une typologie. Nous pouvons retenir ici celle de Charreaux (1997a) qui se base sur deux critères : l'intentionnalité du mécanisme et son caractère spécifique ou non <sup>5</sup>(Tableau 1). Un mécanisme est intentionnel lorsqu'il est volontairement conçu pour discipliner les dirigeants. Un mécanisme est spontané quand son rôle en gouvernance est un effet indirect de ce mécanisme plutôt qu'une raison primordiale de son existence. Concernant le critère de spécificité, on dit d'un mécanisme qu'il est spécifique

---

<sup>5</sup>Proposé par Williamson (1991) dans le cadre de la théorie des coûts de transaction.

lorsqu'il a été conçu pour discipliner uniquement les dirigeants de la firme, et qu'il est non spécifique quand il a été créé pour tout un ensemble d'entreprises.

Dans cette typologie, le système de rémunération des dirigeants figure parmi les mécanismes intentionnels spécifiques. Le caractère intentionnel traduit le fait qu'il résulte d'une volonté explicite. C'est aussi un mécanisme spécifique car il concerne exclusivement une firme.

**Tableau 1 : Typologie des mécanismes de gouvernance d'entreprise**

	<b>Mécanismes spécifiques</b>	<b>Mécanismes non spécifiques</b>
<b>Mécanismes intentionnels</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contrôle direct des actionnaires</li> <li>• Conseil d'administration.</li> <li>• Système de rémunération.</li> <li>• Structure formelle</li> <li>• Auditeurs internes</li> <li>• Comité d'entreprise</li> <li>• Syndicat maison</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Environnement légal et réglementaire</li> <li>• Syndicats nationaux</li> <li>• Auditeurs légaux</li> <li>• Associations des consommateurs</li> </ul>
<b>Mécanismes spontanés</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Réseaux de confiance informels</li> <li>• Surveillance mutuelle des dirigeants</li> <li>• Culture d'entreprise</li> <li>• Réputation auprès des salariés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marché des biens et services</li> <li>• Marché financier (dont celui des prises de contrôle)</li> <li>• Intermédiation financière</li> <li>• Crédit interentreprises</li> <li>• Marché du travail</li> <li>• Marché politique</li> <li>• Marché du capital social</li> <li>• Environnement médiatique</li> <li>• Culture des affaires</li> <li>• Marché de la formation</li> </ul>

*Source : Charreaux (1997a, p. 427).*

En se référant à la théorie de l'agence, les recherches sur la rémunération des dirigeants se sont multipliées rapidement<sup>6</sup>. A travers la lecture de ces premiers travaux, nous pouvons faire la distinction entre deux catégories d'études.

La première est celle qui se focalise sur le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle. Théoriquement, une politique de rémunération efficace peut amener à l'amélioration de la performance de l'entreprise en incitant les dirigeants à prendre des décisions conformes aux attentes des actionnaires (Barkema et Gomez-Mejia, 1998 ; Finkelstein et Boyd, 1998). C'est le travail de Holmström (1979) qui sert depuis longtemps de fondement théorique à l'étude du lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. Il constate que les dirigeants ne maximisent pas nécessairement la valeur de l'entreprise et ceci en raison de l'asymétrie d'information qui résulte, tout d'abord, de l'hétérogénéité des intérêts des dirigeants et des actionnaires, et ensuite, du fait que toutes les décisions des dirigeants ne peuvent pas être directement observées par les actionnaires. Pour remédier à ce problème, l'auteur propose aux entreprises d'accorder à ces dirigeants des régimes de rémunération intégrant des mesures de performance.

La deuxième catégorie est celle qui se focalise sur le rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants. En effet, les décisions de recrutement, de rémunération ou de licenciement des dirigeants reviennent généralement au conseil d'administration (Fama et Jensen, 1983). L'efficacité de cet organe peut dépendre essentiellement de sa composition et de sa structure : dualiste ou moniste (Boyd, 1994). Par ailleurs, le conseil d'administration peut solliciter l'avis du comité de rémunération pour définir la politique salariale des dirigeants (Singh et Hariento, 1989). L'existence de ce comité apparaît comme un moyen d'éviter que le dirigeant décide de lui-même sa propre rémunération. De tels mécanismes de gouvernance peuvent donc avoir un impact sur l'établissement de la rémunération des dirigeants. Outre ces deux mécanismes, la structure de propriété peut aussi avoir une influence sur la détermination de la rémunération des dirigeants. Plusieurs travaux se sont intéressés à la concentration du capital et à la nature des actionnaires pour mesurer l'impact de la structure de propriété sur la rémunération des dirigeants. Ainsi, la présence d'actionnaires dominants, d'investisseurs institutionnels ou des salariés dans le capital de l'entreprise seraient bénéfiques, car ils tendraient à s'engager dans des activités de surveillance étroites (André et Schiehl, 2004), qui ont pour résultat des structures de rémunération plus efficaces (Gomez-Mejia, 1994 ; David et al., 1998).

---

<sup>6</sup> En 1997, Wiseman et Mejjia-Gomez ont répertorié pas moins de 300 études sur la rémunération des dirigeants.

Toutefois, les différentes études empiriques testant le lien entre rémunération et performance ou bien le rôle de certains mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants ont révélé des résultats mitigés. En effet, plusieurs chercheurs ont annoncé l'absence d'un lien entre rémunération et performance (Gomez-Mejia et al., 1987 ; Loderer et Martin, 1997 ; Cho, 1998), voire l'identification d'un lien négatif (DeFusco et al., 1991). Heem (2010) justifie l'absence d'un lien significatif entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises par le fait que les dirigeants reçoivent de fortes indemnités en cas de licenciement.

Concernant l'impact des mécanismes de gouvernance sur la détermination de la rémunération des dirigeants, plusieurs chercheurs trouvent que, même en présence d'un conseil majoritairement composé d'administrateurs indépendants et en présence d'un comité des rémunérations, la rémunération des dirigeants n'est pas forcément liée à la performance de l'entreprise (Cyert et al., 2002 ; Conyon et Peck, 1998). Dans le même sens, certains auteurs montrent que la structure de propriété n'a aucun impact sur la politique de rémunération des dirigeants (David et al., 1998 ; Core et al., 1999). Cela montre d'évidence que le processus de détermination de la politique de rémunération des dirigeants des grandes entreprises cotées est encore insuffisamment compris à ce jour.

La synthèse des études antérieures nous a permis de distinguer un certain nombre de limites. Outre le manque de robustesse concernant certains résultats empiriques, nous pouvons constater la domination de la perspective actionnariale d'essence disciplinaire, dont le pouvoir explicatif s'avère pourtant limité. Selon cette perspective, les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels, c'est-à-dire les seuls susceptibles de recevoir la richesse créée. Toutefois, cette perspective a été remise en cause par Charreaux et Desbrières (1998), entre autres, sur la base, notamment, de l'argument de la relative faiblesse de son pouvoir explicatif. Ces auteurs proposent une représentation du système de gouvernance reposant sur un jeu dynamique entre les dirigeants et les différents partenaires de la firme pour la création et le partage des rentes. Ainsi, toutes les parties prenantes assument une part du risque résiduel et pas uniquement les actionnaires. De ce fait, il est légitime qu'ils s'intéressent aussi à la détermination de la rémunération des dirigeants.

En outre, la plupart des travaux du courant dominant ont minimisé le rôle actif du dirigeant. Ceci peut être expliqué par rapport à la référence théorique employée, à savoir la théorie de l'agence. Selon cette théorie, le comportement du dirigeant est supposé passif dans la mesure où il est censé être contrôlé par les différents systèmes disciplinaires (Charreaux, 1996).

Autrement dit, le dirigeant est plutôt un rouage passif, dont la valeur est finalement « *hors sujet* » pour l'entreprise (Zenou, 2002). Or en réalité, le dirigeant peut avoir un rôle actif dans tous les processus de décision, et en particulier celui de la fixation de sa rémunération qui demeure l'une des voies privilégiées par lesquelles son intérêt personnel est en mesure de s'exprimer. En effet, le dirigeant peut mettre en avant la spécificité de son capital social pour s'assurer la maîtrise de sa rémunération (Belliveau et *al.*, 1996).

Enfin, les travaux traditionnels supposent implicitement que le lien de la rémunération des dirigeants avec la performance ou avec les mécanismes de gouvernance est statique. Or, en réalité, ces liens sont plutôt dynamiques et dépendent du dispositif (lui-même soumis à des évolutions dynamiques) qui encadre la prise de décision en matière de rémunération des dirigeants.

En résumé, le pouvoir explicatif de la théorie de l'agence nous semble faible (Jensen et Murphy, 1990a ; Gélines, 2001). Pour cette raison, plusieurs chercheurs suggèrent d'autres perspectives pour mieux expliquer le débat sur la rémunération des dirigeants. Dans ce cadre, la perspective politique prend de plus en plus d'ampleur dans les études concernant la politique de rémunération des dirigeants (Magnan et *al.*, 1998). Cette dernière est avant tout un processus décisionnel qui, à l'instar de tout autre processus, peut se dérouler en quatre étapes : l'initiative, la ratification, la mise en œuvre et la surveillance (Fama et Jensen, 1983).

Ainsi, en se référant à la perspective politique, Leighton et Thain (1997) constatent que le processus décisionnel qui se déroule au sein d'un conseil d'administration est un jeu politique car les membres de ce conseil doivent composer avec les intérêts de plusieurs acteurs : dirigeant, actionnaires, salariés, créanciers,... (Gélines, 2001). Donc, selon la perspective politique, le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants peut être le résultat de jeux de pouvoir entre le conseil d'administration et les différents acteurs impliqués (Magnan et *al.*, 1998).

Il est vrai que, légalement, ce sont les administrateurs du conseil d'administration qui doivent ratifier les décisions de rémunération des dirigeants. Cependant, le pouvoir détenu par ces administrateurs peut dépendre de leurs caractéristiques personnelles, du pouvoir de leur dirigeant ainsi que de l'intervention des autres mécanismes de gouvernance (médias, tribunaux, environnement législatifs,...).

Face à l'actualité des débats sur la politique de rémunération des dirigeants, nous nous sommes interrogés sur le processus amenant à sa fixation. Autrement dit, nous allons essayer de répondre à la problématique suivante :

**Quels sont les acteurs et instances ayant la capacité de fixer la rémunération des dirigeants ? En fonction de quelle(s) logique(s) ces décisions en matière de rémunération sont-elles prises ?**

Pour répondre à cette problématique, nous allons tenter une représentation théorique du processus de rémunération qui s'appuie essentiellement sur le cadre de la gouvernance élargi de Charreaux (2008a).

En comparant les développements théoriques en stratégie, et notamment de la théorie des échelons supérieurs de Hambrick et Mason (1984), avec les résultats de l'approche standard en gouvernance, Charreaux (2008a) propose un méta-modèle de la relation entre la gouvernance, la latitude managériale et la performance organisationnelle.

En se référant aux récents développements en gouvernance cognitive et comportementale, Charreaux (2008a) met l'accent sur trois leviers des mécanismes de gouvernance sur la latitude managériale. Outre son levier disciplinaire, la gouvernance exerce aussi potentiellement des effets cognitifs sur le dirigeant en lui permettant de construire ou d'élargir ses connaissances et ses compétences (Finet, 2009). Enfin, la gouvernance peut également exercer des effets sur le comportement des dirigeants en raison de possibles biais émotionnels et cognitifs.

Selon Wirtz (2008b), ce modèle générique peut permettre de décrire des situations très variées. Ainsi, nous estimons que ce modèle peut être appliqué au cas particulier du processus décisionnel de détermination de la rémunération des dirigeants. En effet, plusieurs acteurs (actionnaires, salariés, opinion publique,...) peuvent intervenir dans les différentes étapes du processus décisionnel concernant la rémunération des dirigeants par l'intermédiaire de plusieurs mécanismes de gouvernance (conseil d'administration, comité des rémunérations, médias, tribunaux,...). Ces mécanismes exercent potentiellement une influence à travers trois leviers : disciplinaire, cognitif et comportemental.

Avant de mettre l'accent sur le processus décisionnel concernant la rémunération des dirigeants à proprement parler, nous pensons qu'il est nécessaire, dans un premier temps, d'étudier la politique de rémunération dans la lignée des travaux antérieurs (notamment son lien avec la performance et les mécanismes de gouvernance) dans le contexte institutionnel spécifique à la France, dans la mesure où la plupart des travaux a été réalisé jusqu'ici sur des données américaines.

Ce manque relatif d'études concernant le contexte français peut être expliqué par le faible nombre de données disponibles. En effet, il fallait attendre la loi NRE pour que les entreprises françaises publient les montants attribués à leurs dirigeants. Depuis l'entrée en vigueur de la loi NRE, les lois et les codes de gouvernance se sont multipliés. En outre, le contexte français peut s'avérer intéressant dans le sens où il présente des caractéristiques particulières en matière de structure de propriété. Ainsi, nous nous interrogeons pour savoir si cette particularité peut avoir des conséquences sur le lien entre rémunération et performance et sur le rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants.

Donc, dans le prolongement de notre problématique centrale, un ensemble de questions plus fines se dégage :

- *Le contexte institutionnel français a-t-il un impact spécifique sur le lien entre rémunération et performance ?*
- *Le contexte français peut-il influencer le rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants ?*
- *Quels sont les différents acteurs et mécanismes qui interviennent dans la fixation de la politique de rémunération des dirigeants ? A quels moments interviennent-ils ? Et pour quels raisons ?*

Nous adoptons dans le cadre de notre travail la structure d'une thèse par articles. Ces articles sont au nombre de trois et sont complémentaires les uns des autres. Pour chaque article, nous développons un cadre conceptuel sur la base de deux perspectives théoriques complémentaires. Les deux premiers articles se positionnent dans la perspective disciplinaire actionnariale, alors que le troisième article se place dans une perspective élargie de la gouvernance. Pour avoir une compréhension plus précise du processus décisionnel de la rémunération des dirigeants, les cadres théoriques présentés ont été confrontés à l'épreuve de la réalité. Cette mise à l'épreuve a été réalisée par l'intermédiaire de méthodes qualitatives (article 3) et quantitatives (articles 1 et 2).

Pour les deux premiers essais, le cadre conceptuel s'appuie sur des hypothèses testables classiques dans une optique hypothético-déductive. Pour tester ces hypothèses, des méthodes statistiques de régression linéaire ont été mises en œuvre. Concernant le troisième essai, le

cadre conceptuel repose sur des propositions plus ouvertes, compte tenu de la nature encore très exploratoire de ce type d'approche. La plausibilité de ces propositions a été évaluée au moyen d'une étude de cas qualitative.

La problématique traitée dans ce travail présente plusieurs intérêts sur les plans théorique, méthodologique et pratique.

**Sur le plan théorique** : ce travail, en se référant à un cadre élargi de la gouvernance, contribue à une meilleure compréhension de la problématique concernant la fixation de la rémunération des dirigeants.

**Sur le plan méthodologique** : ce travail repose sur une approche multi-méthodes alliant à la fois une analyse qualitative et quantitative. Cette combinaison va nous permettre de profiter des avantages de ces deux méthodes : objective, déductive et généralisable pour la méthode quantitative et description riche, prise en compte de l'interprétation des acteurs pour la méthode qualitative.

**Sur le plan pratique** : il est vrai que les recherches sur la rémunération des dirigeants sont nombreuses, mais l'avantage de ce travail est de permettre aux praticiens d'avoir une idée sur le déroulement réel du processus de décision en matière de rémunération des dirigeants.

Afin d'apporter des éléments de réponse aux différentes questions de recherche, ce travail est structuré en trois parties :

L'objectif de la **première partie** est d'estimer en France la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la création de valeur actionnariale. Il s'agit d'une réplique de la méthode de Jensen et Murphy (1990a) dans un contexte institutionnel différent. Cette réplique nous permet de comparer des résultats français avec des résultats américains, ce qui sera intéressant compte tenu des différences du contexte institutionnel, qui pourraient laisser anticiper des différences notables dans la politique de rémunération. Ainsi, en suivant l'argumentation politique de Roe (2001) concernant la social-démocratie, on devrait s'attendre à une sensibilité des rémunérations à la performance encore plus faible en France qu'aux Etats-Unis. En outre, pendant notre période d'étude (2000-2010), il y a eu des débats très animés en France autour de la question des rémunérations des dirigeants.

A l'instar de Jensen et Murphy (1990a), nous étudions si ce débat a eu un impact négatif sur la sensibilité des rémunérations à la performance.

Selon nos résultats, la rémunération des dirigeants des sociétés cotées françaises est positivement liée à la richesse des actionnaires. Notons aussi que la sensibilité des stock-options à la performance des entreprises est relativement faible dans le contexte français.

En outre, et contrairement à l'hypothèse politique de Roe (2001), la rémunération globale des dirigeants français a un effet incitatif plus important que dans les entreprises américaines, ce qui est un résultat contre-intuitif.

Enfin, il apparaît que l'acuité des pressions politiques en France a entraîné un affaiblissement de la sensibilité des stock-options à la richesse des actionnaires.

L'objectif de la **deuxième partie** est d'examiner en France l'impact de certains mécanismes de gouvernance sur la politique de rémunération des dirigeants. Contrairement aux autres études qui s'intéressent à l'impact de ces mécanismes sur le *niveau* de la rémunération, nous étudions plutôt l'impact sur la sensibilité de la rémunération à la performance. En effet, selon les principes de la théorie de l'agence, ce n'est pas le niveau du salaire qui peut tester l'efficacité de la politique de rémunération, mais c'est plutôt le lien entre la performance de l'entreprise et la rémunération attribuée aux dirigeants. En effet, pour mieux comprendre le rôle d'un mécanisme de gouvernance, il est nécessaire de tenir compte de son articulation avec les autres mécanismes de gouvernance. Théoriquement, deux mécanismes peuvent être substituables (s'il est plausible d'envisager que l'un puisse remplacer l'autre, pour aboutir à un résultat équivalent) et/ou complémentaires (lorsque leurs rôles s'ajoutent et viennent se renforcer mutuellement, permettant ainsi d'atteindre un niveau de performance plus élevé).

Il apparaît que la relation entre rémunération et performance se conçoit difficilement sans prendre en considération l'intervention des autres mécanismes. En effet, il existe certains mécanismes qui déterminent la politique de rémunération (le comité de rémunération est conçu dans cet esprit) et d'autres qui sont mis en place indépendamment de la rémunération mais qui peuvent agir afin de modérer le risque de spoliation des intérêts des actionnaires par les dirigeants. Ce risque peut prendre la forme d'une rémunération abusive prélevée par le dirigeant au détriment des intérêts des actionnaires.

En se référant à un échantillon composé de 91 entreprises cotées sur une période allant de 2006 à 2010, nous examinons si l'association entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise est affectée ou non par la présence d'autres mécanismes.

Dans le cadre de cette étude nous examinons plus particulièrement trois mécanismes de gouvernance spécifiques : le conseil d'administration, le comité de rémunération et la structure de propriété. En fait, la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983) peut laisser penser qu'il s'agit là des principaux mécanismes influant sur une rémunération totalement liée à la performance organisationnelle. Selon nos résultats, aucun de ces trois mécanismes n'a un impact significatif sur la sensibilité de la rémunération des

dirigeants à la performance, ce qui confirme l'insuffisance du pouvoir explicatif des approches traditionnelles.

L'objectif de la **troisième partie** est d'étudier le processus de détermination de la rémunération tel qu'il se déroule réellement. Notre souhait est de savoir à travers quels mécanismes et quels leviers (disciplinaire et/ou comportemental) interviennent les différents acteurs à chaque étape du processus de décision concernant la rémunération des dirigeants. La soumission de ce cadre conceptuel à l'épreuve des faits a été effectuée au moyen d'une étude de cas. Le cas que nous avons choisi permet par ailleurs de mettre l'accent sur les processus dynamiques caractérisant l'évolution de la relation entre le système de gouvernance et la politique de rémunération des dirigeants. Dans ce contexte, le groupe Vinci a connu des changements significatifs concernant l'intervention des mécanismes de gouvernance sur les différentes étapes du processus décisionnel.

Deux points sont principalement à retenir de cette étude de cas. Premièrement, le processus décisionnel concernant rémunération du dirigeant peut être fortement influencé par le dirigeant lui-même. Ce dernier, en raison des liens d'amitié et d'affaires qu'il a développé avec les membres du conseil d'administration et du comité des rémunérations peut gérer ces deux organes afin d'obtenir une rémunération conformément à ces propres intérêts. En outre, la fonction disciplinaire du conseil d'administration et du comité des rémunérations peut être remise en cause par la présence de certains biais comportementaux affectant les administrateurs (la soumission à l'autorité) ou le dirigeant (le narcissisme). Deuxièmement, on peut conclure que les médias et le recours judiciaire sont des mécanismes d'une gouvernance partenariale efficace, au moins pour les entreprises d'une certaine taille. Les médias ont influencé les administrateurs du groupe Vinci en les amenant à agir conformément aux intérêts des parties prenantes. De même, le recours judiciaire a pu sanctionner l'ancien dirigeant du groupe en raison de ses comportements illégaux qui ont porté atteinte aux intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

Enfin, dans la conclusion générale, nous présentons les apports et les limites de cette thèse au niveau théorique, méthodologique et managérial ainsi que les voies de recherches futures qu'elles peuvent stimuler.

# **PREMIERE PARTIE : LA SENSIBILITE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS FRANÇAIS A LA PERFORMANCE ET L'IMPACT DES PRESSIONS REGULATRICES**

## **1. INTRODUCTION**

En cette période de crise, la rémunération des dirigeants reste l'un des sujets les plus polémiques en matière de gouvernance des entreprises et qui suscite encore des interrogations. Indemnité de départ de Jean-Marie Messier chez Vivendi, retraite complémentaire de Daniel Bernard chez Carrefour, ou encore, doute sur les conditions d'exercice des stock-options par Noël Forgeard chez EADS... autant de scandales liés aux rémunérations des dirigeants qui ont rythmé le débat public ces dernières années. Toute une série de commentaires justifiant ou condamnant les niveaux atteints de rémunération est alors développée à ces occasions.

Plusieurs travaux sur la rémunération des dirigeants ont été menés dans le contexte américain et européen. La référence théorique adoptée par la plupart de ces travaux est la théorie de l'agence. Selon cette théorie, la politique de rémunération des dirigeants est considérée comme un mécanisme de gouvernance ayant pour rôle de résoudre les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires et d'améliorer la performance de l'entreprise.

Or, les résultats empiriques de ces études ne sont pas convergents, ce qui interdit la mise en évidence d'une relation claire entre rémunération et performance. A cet égard, plusieurs auteurs suggèrent de compléter la théorie de l'agence par d'autres perspectives théoriques. Dans ce sens, Jensen et Murphy (1990a) proposent une explication de nature politique à l'insensibilité de la rémunération à la performance, à savoir l'acuité de pressions politiques exercées sur la détermination de la rémunération des dirigeants. Il est vrai que l'intervention du législateur a pour objectif de renforcer la transparence en matière de rémunération des dirigeants en diminuant le problème d'asymétrie d'information (Dardour, 2009). Toutefois, cette intervention du législateur a entraîné un affaiblissement de la sensibilité de la rémunération à la performance (Jensen et Murphy, 1990a).

Ce travail a pour finalité d'estimer, en France, la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la création de la valeur actionnariale. Nous adoptons comme ancrage théorique la théorie de l'agence et procédons à la réplique de la recherche de Jensen et Murphy (1990a).

Le choix du contexte français peut s'avérer intéressant pour trois raisons. Premièrement, peu d'études se sont intéressées à la rémunération des dirigeants en France. Ceci s'explique par le faible nombre de données disponibles jusqu'aux récentes évolutions en matière de gouvernance d'entreprise (Alcouffe, 2007). En effet, ces dernières années, les lois et les codes de gouvernance et de bonne conduite se sont succédés. Ainsi, la loi NRE du 15 mai 2001 oblige les sociétés cotées à publier les montants attribués à leurs dirigeants y compris tous les avantages en nature ainsi que les stock-options. Cette loi a été complétée par la loi Breton du 26 juillet 2005 qui impose aux sociétés cotées d'insérer dans leurs rapports de gestion tous les éléments constitutifs de la rémunération des dirigeants : fixes, variables et exceptionnels ainsi que les critères les ayant déterminés.

L'objectif premier de cette réglementation est de renforcer la transparence, en incitant les entreprises à communiquer toute information en matière de gouvernance et en particulier la rémunération des dirigeants (Wirtz, 2005), afin d'éviter les exagérations injustifiées à cet égard. Toutefois, Jensen et Murphy (1990a) mettent en doute l'efficacité de la réglementation en matière de rémunération des dirigeants aux Etats-Unis. En effet, la crainte d'un renforcement de la législation si les dirigeants sont très bien rémunérés peut empêcher de rémunérer un dirigeant efficace comme il devrait l'être. Ainsi, la désapprobation par l'opinion de l'attribution de rémunérations assez importantes aux dirigeants pourrait tronquer la sensibilité de cette rémunération à la performance. Cette recherche s'intéresse également à analyser l'influence de la régulation sur le lien qui peut exister entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises françaises.

Deuxièmement, le niveau de rémunération des dirigeants apparaît être particulièrement élevé. En effet, les rémunérations des grands dirigeants ont connu une hausse continue et forte depuis plusieurs années. Entre 1998 et 2004, le salaire moyen des dirigeants du CAC 40 a presque quadruplé (Proxinvest, 2005) : elle est passée de 0.6 millions d'euros en 1998 à 2.2 millions d'euros en 2004. En outre, selon une étude réalisée par Hay Group<sup>7</sup>, en 2007, 77 % des principaux dirigeants d'entreprises françaises ont vu leur rémunération bondir de plus de 40 %, faisant des PDG de l'Hexagone les patrons les mieux payés d'Europe. Notons toutefois, qu'en 2008 la plupart des dirigeants du CAC 40 ont vu leur rémunération diminuer de 14 % par rapport à 2007<sup>8</sup>. Cette diminution qui s'est poursuivie jusqu'en 2010 est due

---

<sup>7</sup> La Tribune 12 février 2008

<sup>8</sup> <http://archives.investir.fr/2009/jdf/20090502ARTHBD00050-les-salaires-des-patrons-du-cac-reculent-enfin-.php>

essentiellement à l'abaissement de la part optionnelle (Proxinvest, 2009). Cette dernière ne représente en 2008 que 35% de la rémunération totale alors qu'elle était de 68% en 2001.

Troisièmement, Cordeiro et Veliyath (2003) signalent que les résultats obtenus sur la rémunération des dirigeants américains sont insuffisants et doivent être étendus et validés dans un contexte international afin de les généraliser. Ainsi, nous nous proposons d'étendre l'analyse de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises françaises. Ce contexte peut s'avérer intéressant dans la mesure où il présente des particularités en matière de structure de propriété (La Porta et *al.*, 1999 ; Faccio et Lang 2002). Ces différences pourraient avoir des conséquences, effets différents sur le lien entre la rétribution des dirigeants et la performance organisationnelle. Dans ce cadre, Roe (2001) propose une explication de nature politique aux formes organisationnelles, en faisant un lien direct entre le positionnement politique et la variation constatée dans la diffusion du capital des entreprises. Selon Roe (2001), c'est l'absence d'une social-démocratie qui permet l'existence de la firme managériale aux Etats-Unis. En effet, dans les social-démocraties, telles que la France, les coûts d'agence seraient plus élevés et les mécanismes permettant de les contrôler seraient plus difficiles à mettre en œuvre. Des formes organisationnelles alternatives vont donc être adoptées (entreprise à capital concentré). Ainsi, en suivant l'analyse de Roe (2001), on devrait s'attendre à une sensibilité de la rémunération à la performance encore plus faible en France qu'aux Etats-Unis.

Cet article est structuré en trois parties. La première partie résume la littérature fondée sur la théorie de l'agence et portant sur la sensibilité de la rémunération à la performance. La deuxième partie expose la méthodologie déployée. Cette dernière porte sur un échantillon de 91 dirigeants français pour la période allant de 2006 à 2010. L'analyse de nos résultats est présentée dans la troisième partie.

## **2. REVUE DE LA LITTERATURE ET HYPOTHESES**

Depuis 1925<sup>9</sup>, les travaux sur la rémunération des dirigeants se sont multipliés. Ces études ont été menées principalement dans le contexte américain et font régulièrement référence à la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983). Cette théorie repose sur le principe que les dirigeants désirent maximiser leurs propres intérêts, ceux-ci étant généralement en conflit avec ceux des actionnaires. Pour s'assurer que les

---

<sup>9</sup> L'un des premiers travaux sur la rémunération des dirigeants a été publié en 1925 par Taussig et Baker intitulé « American corporations and their executives : statistical inquiry ». *Quarterly Journal of Economics*, vol. 3, p. 1-15.

dirigeants effectuent leur prestation dans le meilleur intérêt des actionnaires, ces derniers exercent une surveillance qui peut se faire de façon directe ou indirecte. La politique de rémunération des dirigeants peut constituer une forme de surveillance indirecte qui vise à résoudre le conflit d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (Gélinas, 2001), et par conséquent favoriser la maximisation de la richesse des actionnaires. La théorie de l'agence prévoit donc une relation positive entre la politique de rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle. Toutefois, les études empiriques n'ont pas abouti à des résultats convaincants. D'ailleurs, Tremblay et Chênevert (2004) soulignent que la performance des entreprises expliquerait au mieux environ 10% du salaire octroyé au dirigeant. A cet égard, et pour mieux éclairer le débat sur la rémunération des dirigeants, Jensen et Murphy (1990a) conseillent de compléter la perspective économique (la théorie de l'agence) par d'autres approches théoriques, pour comprendre l'insensibilité de la rémunération des dirigeants à leur performance. Ainsi, ils proposent ce qu'ils nomment l'hypothèse de la régulation implicite. En effet, le contrat de travail entre le dirigeant et les actionnaires n'est pas une affaire privée, car la législation en la matière prévoit que les rémunérations des dirigeants soient publiées. Les employés et les médias sont particulièrement attentifs à ce type d'information. Cette divulgation peut avoir à la fois des effets positifs (elle évite les excès) et négatifs (elle empêche de rémunérer un dirigeant performant comme il devrait l'être).

## **2.1. LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS DANS LE CADRE DE LA THEORIE DE L'AGENCE.**

La plupart des recherches sur la rémunération des dirigeants ont longtemps été réalisées pour répondre à des problématiques de type économique, en se référant à la théorie de l'agence.

Les prémisses de cette théorie sont formulées dans les années 1930 par Berle et Means (1932), qui s'intéressent à la séparation des fonctions de propriété et de décision dans les grandes entreprises américaines. Dans le prolongement des travaux de Berle et Means (1932), Jensen et Meckling (1976) développent un modèle explicatif formalisé de telle manière que certains mécanismes de gouvernance peuvent agir sur la relation entre actionnaires et dirigeants, et par conséquent sur la création de la valeur actionnariale. Dans ce contexte, la mise en place d'une politique de rémunération vise à réduire le conflit d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, et par conséquent à l'amélioration de la performance des entreprises (Barkema et Gomez-Mejia, 1998). En effet, la politique de rémunération est conçue comme un « levier d'action » pour sanctionner les dirigeants, mais également pour les

inciter à agir dans l'intérêt des actionnaires (Charreaux, 1994). La théorie de l'agence prévoit aussi qu'il est nécessaire que le contrôle du dirigeant se traduise par une rémunération qui sera contingente à l'amélioration de la performance et donc à une augmentation de la richesse des actionnaires. À cet égard, les premières recherches sur la rémunération des dirigeants ont ciblé l'étude de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises. Notons toutefois, que la plupart de ces études ont été réalisées dans le contexte américain. Ce dernier est théoriquement caractérisé par un actionnariat dispersé. Or, l'objectif de ce travail est d'étudier le contexte français qui se distingue par une structure de propriété plutôt concentrée. Ainsi, il est nécessaire de savoir si cette différence concernant la structure de propriété a une incidence sur la sensibilité de la rémunération à la performance.

### **2.1.1. La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises.**

Selon la théorie de l'agence, la réduction des coûts d'agence nécessite la mise en place d'un système qui répond à la fois aux attentes des actionnaires et des dirigeants. Généralement, les actionnaires disposent de deux moyens d'action pour discipliner les dirigeants à savoir : le pouvoir de nomination et de révocation *ad nutum* des dirigeants et la mise en place d'une politique de rémunération incitative. La deuxième solution semble être la plus efficace (Eisenhardt, 1989). Selon Barkema et Gomez-Mejia (1998), la rémunération des dirigeants peut motiver les dirigeants à prendre les décisions qui maximisent la valeur de l'entreprise<sup>10</sup> (Finkelstein et Boyd, 1998).

Plusieurs choix s'offrent aux actionnaires en matière de structure de rémunération, pour accroître l'efficacité de la gestion des dirigeants. Ils ont la possibilité de proposer le salaire de base, qui est la composante la plus utilisée. Ils peuvent aussi proposer des incitations à court terme (bonus) ou/et des incitations à long terme (stock-options). Les actionnaires vont donc définir des « *packages* » de rémunération qui attirent et retiennent les meilleurs dirigeants, en supposant que cela augmentera la valeur de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). La question qui se pose est de savoir quelle composante de la rémunération est la mieux adaptée dans une optique de maximisation de la richesse des actionnaires.

À ce sujet, Holmström (1979) avance que le choix d'une structure de rémunération dépend du partage du risque désiré entre les dirigeants et les actionnaires. En effet, le problème des actionnaires (neutres au risque) consiste à inciter les dirigeants (averses au risque et à l'effort)

---

<sup>10</sup> Investissement dans la recherche et le développement (Carpenter, 2000), réalisation des opérations de fusion (Sanders, 2001),...

à procurer l'effort qu'ils auraient fourni à leur place. Si les actionnaires peuvent observer le niveau d'efforts fourni par le dirigeant, le contrat optimal consiste à payer seulement le salaire de base au dirigeant s'il réalise l'action désirée et de lui imposer une pénalité au cas où il s'y soustrairait. Mais comme les actionnaires ne sont pas en mesure d'observer l'effort fourni par le dirigeant, en raison de l'asymétrie d'information, il devient optimal d'intéresser le dirigeant aux résultats de l'entreprise. Holmström (1979) suggère d'utiliser une ou plusieurs mesures de la performance organisationnelle comme estimation des actions non observables des dirigeants, et d'associer une partie de leur rémunération à cette performance. Dans cette situation, on parle de partage du risque entre l'actionnaire et le dirigeant. Ainsi, en l'absence de bonnes informations sur les actions ou les comportements du dirigeant, le choix d'un régime selon la performance constitue une forme de surveillance indirecte qui vise à réduire le conflit d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires<sup>11</sup>.

Dans ce contexte, Jensen et Murphy (1990a) soulignent qu'en basant la rémunération des dirigeants sur la performance de la firme, la maximisation des revenus des dirigeants se fait simultanément à la maximisation de la richesse des actionnaires.

Ainsi, Hemmer (1993) suggère que la combinaison stock-options et bonus peut non seulement conduire les dirigeants à agir conformément aux intérêts des actionnaires, mais aussi à annuler le risque de la rémunération globale, lorsque le dirigeant exécute l'action souhaitée.

Jensen et Murphy (1990a) ont été les premiers à s'intéresser à la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise, qui correspond au « *changement en dollars de la richesse des dirigeants associée au changement d'un dollar de la richesse des actionnaires*<sup>12</sup> » (Jensen et Murphy, 1990a, p. 227).

Leur modèle se présente comme suit :

$$\Delta (\text{CEO Salary} + \text{Bonus})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{Shareholder Wealth})_t + \varepsilon$$

Où  $\beta$  représente la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance de la firme.

<sup>11</sup> Il faut néanmoins mentionner que la théorie de l'agence indique que les régimes de rémunération basés sur la performance de l'entreprise sont les solutions de deuxième choix « *second best* ». En effet, les régimes coûtent plus cher à l'entreprise qui doit rémunérer le dirigeant pour le risque additionnel qu'il assume.

<sup>12</sup> « *The dollar change in the CEO's wealth associated with a dollar change in the wealth of shareholders* »

Sur un échantillon composé de 1688 dirigeants œuvrant dans 1049<sup>13</sup> firmes américaines, recensées dans les *Executive Compensation Surveys* publiés par *Forbes* de 1974 à 1986, Jensen et Murphy (1990a) trouvent que chaque variation de 1000 dollars de la richesse de l'actionnaire engendre un accroissement moyen de la rémunération des dirigeants de 3,25 dollars<sup>14</sup> (en considérant toute rémunération c'est-à-dire salaire de base, bonus annuel, stock-options non exercées et le risque de licenciement en l'absence de performance)<sup>15</sup>, ce qui est peu incitatif pour les auteurs. Dans ce sens, Jensen et Murphy (1990b) ajoutent qu'« *en moyenne, les entreprises américaines paient leurs dirigeants les plus importants comme des bureaucrates*<sup>16</sup> ».

Le travail de Jensen et Murphy (1990a) a comme principal inconvénient la non prise en compte de la valeur des stock-options. Dans ce cadre, et afin de mieux mesurer la sensibilité de la rémunération à la performance, Hall et Liebman (1998) proposent d'intégrer la valeur des stock-options dans leur modèle. Les deux auteurs constatent que les importantes attributions des stock-options dans les années 1980-1994 (+682,5%) ont très fortement accru les rémunérations des dirigeants américains (+209% en moyenne), et surtout la sensibilité de ces rémunérations à la performance de l'entreprise. Comme chez Jensen et Murphy (1990a), Hall et Liebman (1998) trouvent que le salaire de base et le bonus annuel ne sont pas étroitement liés à la performance boursière. Toutefois, en prenant en considération les stock-options, la rémunération des dirigeants devient plus sensible aux fluctuations du cours de l'action. Ainsi, une augmentation de la performance boursière de 10% a pour impact d'augmenter le salaire de base et les primes de l'ordre de 2,2% (soit une augmentation de 230000 dollars) alors que pour les stock-options, l'augmentation est de 1,25 millions dollars.

Hall et Liebman (1998) en concluent que l'attribution de stock-options, en liant directement la rémunération du dirigeant au cours de l'action, accroît la sensibilité de cette rémunération à la performance boursière de l'entreprise et constitue un bon moyen d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Toutefois, cette forte sensibilité peut être expliquée par un marché boursier assez florissant durant cette période<sup>17</sup>.

---

<sup>13</sup> À la base, l'échantillon était composé de 2213 dirigeants issus de 1295 sociétés pour un total de 10400 données.

<sup>14</sup>En outre, cette sensibilité varie selon la taille de la firme et le secteur d'activité. En effet, lorsque la richesse des actionnaires augmente de 1000 dollars, la richesse des dirigeants augmente de 8,05 dollars dans les plus petites entreprises contre 1,85 dans les plus grandes

<sup>15</sup> Cet accroissement était de 2 cents pour le salaire de base complété du bonus, de 75 cent pour la rémunération globale et 2,50 dollars de la valeur des actions de l'entreprise détenues par les dirigeants..

<sup>16</sup>*on average corporate America pays its most important leaders like bureaucrats*

<sup>17</sup>Ainsi, l'augmentation de la valeur des actions de l'entreprise explique 98% de la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de la firme.

Notons enfin que pendant ces dernières années un grand nombre d'études empiriques s'est développé autour du lien entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle. Toutefois, cette littérature qui s'est concentrée sur le contexte américain a fait ressortir des résultats contradictoires. Certains travaux trouvent une forte association entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise (Cordeiro et Veliyath, 2003 ; Langbein 2010; Moynihan 2010 ; Sigler, 2011). Alors que d'autres révèlent un lien faible, voire insignifiant (Core et *al.*, 1999 ; Barkema et Gomez-Mejia 1998; Tosi et *al.* 2000 ; Bebchuk et Fried 2004; Brick et *al.*, 2006 ; Berrone et Gomez-Mejia 2009). Quelques études ont examiné d'autres contextes, offrant ainsi un éclairage international, mettant en évidence des résultats contradictoires au test de la relation entre performance et rémunération. En effet Conyon et Murphy (2000), Buck et *al.*, (2003), pour le contexte britannique, et Haid et Yurtoglu (2006), pour le contexte allemand, trouvent une sensibilité particulièrement faible. Zhou (2000) confirme ce résultat sur des données datant de la période 1991-1995 et concernant 755 entreprises canadiennes. Ils trouvent que la sensibilité de la rémunération en espèces du dirigeant (salaire de base et bonus annuel) à la performance de l'entreprise est de l'ordre 0,0001, et elle passe à 0,00562 si on prend en compte les attributions des stock-options. Les résultats obtenus par Firth et *al.*, (2006), concernant le contexte chinois, s'inscrivent aussi dans la même lignée. En outre, Kato et Kubo (2006), en utilisant un échantillon de 51 entreprises japonaises observées entre 1986-995 obtiennent une relation statistiquement significative entre la rémunération des dirigeants et la performance. Fernandes (2008), quant à lui, en observant la rémunération de 58 dirigeants portugais sur la période 2002-2004 ne trouve aucun lien entre la performance de l'entreprise et la rétribution des dirigeants. De la même façon, Duffhues et Kabir (2008) mettent en exergue l'absence d'une relation positive entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises néerlandaises.

Enfin, en ce qui concerne le contexte français, peu d'études se sont intéressées à la sensibilité de la rémunération à la performance des entreprises. Ainsi Albouy (2004) constate l'absence d'un lien entre la rémunération des dirigeants du CAC 40 et la performance réalisée. Il montre, en revanche, un lien positif et significatif entre la rémunération des dirigeants et la taille de l'entreprise, qu'elle soit appréhendée par la capitalisation boursière ou le chiffre d'affaires. D'Arcimoles et Le Maux (2005) confirment ces résultats sur un échantillon composé de 75 sociétés de SBF 120 en 2003. Toujours dans le cadre du contexte français, Poulain-Rehm (2000) s'est intéressé à l'analyse de l'effet incitatif des stock-options. En s'appuyant sur un échantillon aléatoire de 44 firmes observées entre 1986 et 1996, l'auteur

n'enregistre aucun impact positif des stock-options sur la création de valeur à moyen et à long terme<sup>18</sup>.

Malgré ces résultats mitigés, nous allons retenir et tester le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. En effet, Boyd (1994) explique que certes les études mettent en évidence des résultats contrastés, mais il suggère que dans un objectif de réplication et de contrôle, ces variables devaient être incluses dans chaque étude sur la rémunération. Donc, en nous basant sur la théorie de l'agence, nous mesurons la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises. Dans ce sens, les différentes composantes de la rémunération des dirigeants seront mesurées séparément.

Ainsi, si la politique de rémunération est définie selon une optique d'augmentation de la performance organisationnelle et d'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, les hypothèses suivantes devraient être validées :

***Hypothèse 1 : La variation de la rémunération en espèces est étroitement liée à la richesse des actionnaires.***

***Hypothèse 2 : La prise en compte de la valeur des stock-options augmente la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises.***

En se référant à la théorie de l'agence, cette sensibilité devrait être indépendante quel que soit la conjoncture boursière. Autrement dit, les dirigeants devraient être rémunérés en fonction de leurs actions propres et non pour des événements extérieurs sur lesquels ils n'ont aucun contrôle.

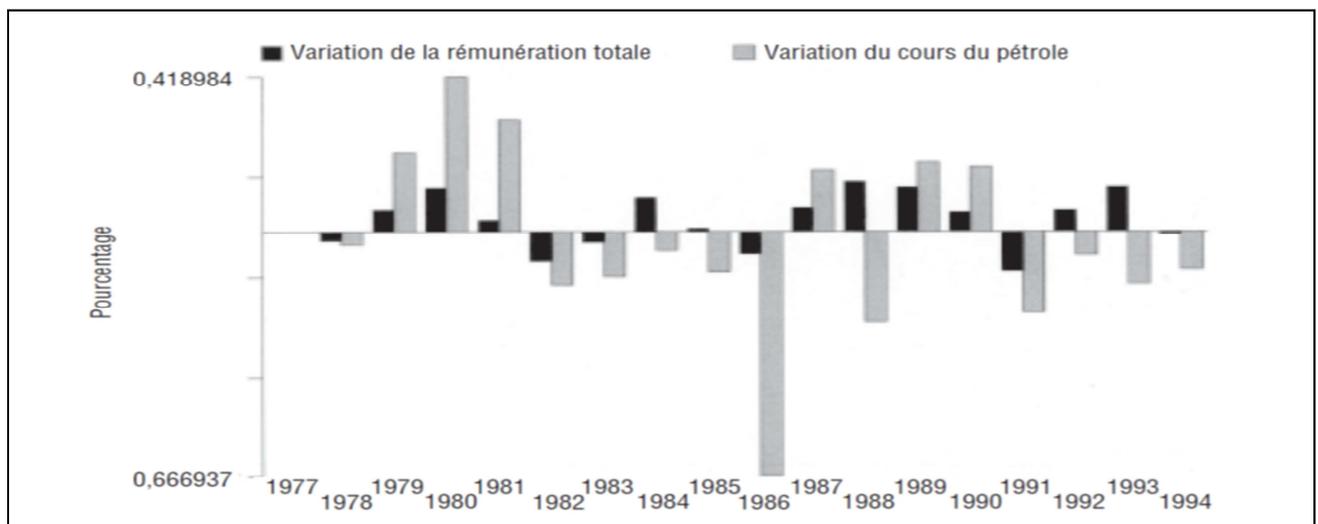
Toutefois, certains facteurs aléatoires peuvent influencer, tant positivement que négativement, la performance de l'entreprise et donc la rémunération des dirigeants (Dardour, 2010). Dans ce sens, les stock-options peuvent prendre de la valeur suite à une hausse du cours de l'action sous-jacents, lorsque les marchés d'action sont dans une période haussière sans que les dirigeants soient en rien responsables de cette hausse. Bertrand et Mullainathan (2001) parlent ainsi de la rémunération à la chance. Pour illustrer cet effet chance, les auteurs ont étudié les variations de cours du baril de pétrole et les variations des rémunérations des dirigeants dans les entreprises du secteur pétrolier sur la période 1977-1994. Le choix de cette période peut

---

<sup>18</sup> Cette valeur est mesurée par le ratio de Marris.

être expliqué par le fait que le prix du baril a subi de larges fluctuations qui ont influencé positivement les performances des entreprises du secteur pétrolier. Ces performances, indépendantes des décisions des dirigeants<sup>19</sup>, ont eu un impact significatif sur leur rémunération. Comme l'illustre la figure 3, pour douze des dix-sept années, les variations du cours du pétrole et les variations de la rémunération des dirigeants sont de même signe. Concernant les cinq années pour lesquelles les variations sont de signes différents, le prix du baril a baissé, et donc la rémunération des dirigeants a augmenté, suggérant ainsi que les dirigeants sont rémunérés en cas de chance (des variations favorables) mais ne sont pas forcément pénalisés en cas de malchance (des variations défavorables).

**Figure 3 : Les variations en pourcentage du cours du pétrole et de rémunération des dirigeants des entreprises du secteur pétrolier**



Source : Bertrand et Mullainathan (2001)

Dans le même sens, Bebchuck et al. (2002) trouvent que l'augmentation de 10% de la richesse des actionnaires, suite à la hausse du prix de pétrole a entraîné une augmentation de 3,5% de la rémunération du dirigeant.

Etant donné que nous avons adopté la théorie de l'agence comme référence théorique, nous supposons que la sensibilité de la rémunération à la performance devrait rester stable, que la valeur augmente ou diminue.

<sup>19</sup> Les fluctuations provenaient souvent des décisions des pays membres de l'OPEP.

***Hypothèse 3 : Si la rémunération est vraiment incitative, la sensibilité devrait être indépendante de sens de la variation des performances.***

Comme nous l'avons déjà signalé au début de ce travail, la plupart des travaux sur le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle ont été réalisés dans le contexte américain. Or, la structure de propriété des entreprises françaises diffère de celles des entreprises américaines. En effet, en France, la propriété des entreprises est souvent concentrée contrairement aux Etats-Unis où elle est très dispersée. Cette différence des structures de propriété à travers les pays peut engendrer des mécanismes de gouvernance aux caractéristiques différentes.

Il nous paraît intéressant d'analyser la sensibilité de la rémunération en prenant en considération la nature de la structure de propriété.

### **2.1.2. La sensibilité de la rémunération à la performance selon le type de structure de propriété.**

Les travaux pionniers réalisés par La Porta et *al.* (1997, 1998, 1999) signalent des différences, entre les pays, en matière de gouvernement des entreprises et de structure de propriété. Dans ce cadre, ces auteurs montrent qu'à l'extérieur du contexte anglo-saxon, la dispersion de l'actionnariat à la Berle et Means (1932) est un mythe. La Porta et *al.* (1999) soulignent, en effet, l'importance de la concentration de l'actionnariat dans les pays de l'Europe Continentale et de l'Asie. Dans ces pays, les entreprises sont largement dominées par des actionnaires de contrôle, souvent des familles, qui détiennent des droits de vote en excès des droits aux flux futurs. A ce sujet, Block et Kremp (1999) trouvent que pour les entreprises faisant partie du CAC 40 le plus grand actionnaire détient en moyenne directement 29,4% des droits de vote. De même, dans leur étude concernant les 402 entreprises introduites en bourse entre 1986 et 2000, Broye et Schatt (2003) précisent que le principal actionnaire détient en moyenne 48,83% des actions. Par ailleurs, ils rapportent que 64,82% des firmes sont contrôlées par des familles contre seulement 14% disposant d'un actionnariat dispersé. De leur part, Faccio et Lang (2002) qui retracent la structure de l'actionnariat des entreprises européennes, trouvent que la participation en capital de l'actionnaire de contrôle français est de 46,68% et celle en droits de vote est de 48,32%.

La Porta et *al.* (1999 ; 2000) expliquent ces différences de structures de propriété par des différences dans la qualité de la protection des investisseurs. En effet, la différence réside

dans le contenu des lois ainsi que dans la qualité de leurs applications. Les pays du droit coutumier comme les Etats-Unis et la Grande Bretagne présenteraient une protection effective des actionnaires minoritaires et l'expropriation des actifs par les « *insiders* » (les dirigeants et les actionnaires majoritaires) serait plus difficile à réaliser. Les pays du droit civil (France, Allemagne) présenteraient des protections plus faibles. En outre, il existerait un lien entre la protection des investisseurs, le degré de concentration de la propriété et le degré de développement des marchés des capitaux.

Toutefois, cette argumentation juridico-financière a fait l'objet de nombreuses critiques concernant les avantages présumés du droit coutumier, le lien supposé avec le développement des marchés financiers et l'homogénéité et la pertinence des catégories légales (Charreaux et Wirtz, 2006). A ce sujet, Roe (2000) conteste le rôle unique donné à l'environnement légal et institutionnel dans la présence de structures de contrôle majoritaires ou au contraire dans la détermination d'un actionnariat dispersé. Roe (2000) prend acte des constats de La Porta et *al.*, (1999) et distingue, lui aussi, les Etats-Unis où la grande firme cotée à l'actionnariat dispersé domine celle de l'Europe continentale où l'actionnariat est concentré. Cependant, il apporte une explication en des termes politiques et non juridiques. Selon cet auteur, l'explication politique prend le pas sur l'explication juridique. De nombreux pays, tels l'Allemagne ou la France, ont une bonne législation contractuelle sans qu'il n'y ait beaucoup d'entreprises cotées. De même, des lois favorables à l'actionnariat ne constituent pas un prérequis historique comme le développement américain le montre (les lois américaines datent de 1933 et 1934 après l'expansion de l'actionnariat diffus).

Roe (2001) ajoute dans une autre étude que les problèmes centraux de la firme managériale (conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants,...) ne peuvent pas être résolus facilement, dans une démocratie dont le caractère social est fortement affirmé. Roe (2001) propose ainsi une explication politique à la concentration de la propriété en Europe continentale, à savoir l'acuité des pressions sociales et politiques exercées sur les firmes européennes. En effet, « *les social-démocraties ne permettent pas de bien contrôler les coûts d'agence dans les firmes managériales, parce qu'elles n'acceptent pas que la maximisation de la richesse des actionnaires se fasse sans contrainte et que, par conséquent, en affaiblissant les institutions qui facilitent cette maximisation, elles confèrent un handicap à ce type de firmes.* » (Roe, 2001, p. 127).

L'auteur précise encore que l'expansion des firmes managériales aux Etats-Unis serait due essentiellement au développement des outils institutionnels leur permettant de réduire les

coûts d'agence. Ces institutions sont un conseil d'administration actif et indépendant, un système de rémunération incitatif, les prises de contrôle hostiles et les luttes de procurations,...

Par conséquent, la mise en œuvre de ces mécanismes dans les social-démocraties serait plus difficile, sinon impossible.

Ainsi, en suivant l'analyse de Roe (2001), on devrait s'attendre à une sensibilité plus faible en France qu'aux Etats-Unis. En effet, le droit français « *ne recommande pas la norme de maximisation de la valeur actionnariale ; il demande au contraire aux administrateurs d'administrer la firme en fonction de l'intérêt général* » (Roe, 2001, p.153).

***Hypothèse 4 : La rémunération devrait avoir un rôle plus incitatif aux Etats-Unis que dans les social-démocraties, telle que la France.***

En résumé, afin d'évaluer l'efficacité de la rémunération des dirigeants selon les prescriptions de la théorie de l'agence, les premiers travaux se sont intéressés à l'étude de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la richesse des actionnaires. Toutefois, la revue de cette littérature a mis en évidence des résultats contradictoires. En effet, certaines études montrent l'existence d'une corrélation positive entre la rémunération et la performance, alors que d'autres indiquent l'absence de lien, voire l'identification d'un lien négatif.

Dans ce contexte, Gomez-Mejia (1994) conclut que « *la littérature sur la rémunération des dirigeants est plutôt étendue (...) il est étonnant de voir comment nous en savons peu à propos de la rémunération des dirigeants en dépit de l'énorme volume de travaux empiriques disponibles sur ce sujet*<sup>20</sup> » (Gomez-Mejia, 1994 ; p.40).

Deux explications peuvent démystifier ce manque de convergence des résultats empiriques. Premièrement, les différences de données analysées et les méthodes d'analyse utilisées, qu'il s'agisse des techniques d'estimation ou des variables de contrôle introduites (Tosi et al., 2000). Deuxièmement, le pouvoir explicatif de la théorie de l'agence semble plutôt insatisfaisant pour expliquer le débat autour de la rémunération des dirigeants (Garen, 1994, Gélinas, 2001). En effet, la théorie de l'agence s'avère ici plutôt prescriptive qu'explicative dans la mesure où elle est porteuse d'un idéal à atteindre, à savoir trouver le mode de

---

<sup>20</sup>« *the literature on executive pay is rather extensive(...) it is amazing how little we know about executive pay in spite of the massive volume of empirical work available on this topic*»

rémunération qui atténue les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, mais ne rend pas compte des pratiques réelles en matière de rémunération des dirigeants.

Dans ce sens, Jensen et Murphy (1990a) suggèrent de compléter l'approche dominante de la théorie de l'agence en prenant en considération d'autres déterminants de nature non économique. A cet effet, ils proposent ce qu'ils nomment *l'hypothèse de la régulation implicite* pour expliquer l'insensibilité de la rémunération des dirigeants à leur performance.

## **2.2. L'IMPACT DE LA REGULATION SUR LA SENSIBILITE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS A LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES**

À la lumière de ce qui a été dit, le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance n'est pas aussi évident que cela peut paraître de prime abord. En tenant compte du faible pouvoir explicatif de la théorie de l'agence, Barkema et Gomez-Mejia (1998) conseillent d'utiliser d'autres approches complémentaires à cette théorie dans les futures recherches sur la rémunération des dirigeants.

Dans ce contexte, Magnan et *al.* (1998) proposent de compléter l'approche économique (théorie de l'agence) par deux autres approches : politique et symbolique.

Selon l'approche politique, les décisions prises en matière de rémunération des dirigeants sont les résultats de processus politiques prenant place entre les actionnaires et les dirigeants (Finkelstein et Hambrick, 1989 ; Zajac et Westphal, 1997). A cette approche, peut se rattacher l'analyse stratégique telle que proposée par Crozier et Friedberg (1977). L'approche symbolique envisage la question de la rémunération des dirigeants sous l'angle de sa légitimité à l'égard de différentes parties prenantes : actionnaires, salariés, opinion publique, médias,... C'est ici que l'approche institutionnelle peut s'avérer féconde dans la mesure où elle permet aux organisations de répondre adéquatement aux pressions de l'environnement.

Magnan et *al.* (2000) soulignent que dans l'approche institutionnelle, les actionnaires subissent des pressions pour légitimer ou expliquer leur choix de façon à ce que les partenaires socio-économiques de l'entreprise les perçoivent comme équitables au nom de la cohérence interne et efficaces pour accroître la richesse des actionnaires.

Selon DiMaggio et Powell (1983), l'institutionnalisation des pratiques organisationnelles est le résultat de trois types de processus : un processus de coercition, un processus de transformation normative et un processus de mimétisme. Ces trois processus, qui sont en mesure d'agir simultanément (Delpuech et Klarsfeld, 2008), peuvent expliquer pourquoi

certaines pratiques de rémunération des dirigeants ont tendance à se diffuser dans les organisations (Gélinas, 2001).

- La coercition

La coercition provient des pressions exercées sur l'organisation par d'autres organisations appartenant au même champ (DiMaggio et Powell, 1983). Elle est aussi le résultat des attentes culturelles de la société (Becuwe, 2010). Dans cette perspective, les dispositifs législatifs sont typiques de ce type de pression (Klarsfeld, 2005). En effet, l'environnement légal est une source d'influence incitant à la conformité des comportements, car le non-respect de certaines règles pourrait causer des pénalités pour l'entreprise (Messeghem, 2003). Par exemple, les grandes entreprises de grande distribution subissent des pressions exercées par l'environnement légal à travers la loi Galland (1996)<sup>21</sup>. S'agissant de la rémunération des dirigeants, Klarsfeld (2005) déduit que l'adoption de la loi sur les nouvelles régulations économiques (2003), qui oblige toutes les entreprises à publier les montants attribués à leurs dirigeants, pourrait conduire à faire converger les pratiques en matière de rémunération des dirigeants.

- Les pressions normatives

Ces pressions émergent des règles adoptées par l'ensemble des professionnels dans le domaine (Gérard et St-Hilaire, 1976). La professionnalisation est perçue ici comme l'ensemble des efforts fournis par les membres d'une profession pour définir leurs conditions de travail et établir la légitimité de leur activité professionnelle (DiMaggio et Powell, 1983 ; Touron, 2002). Dans ce cadre, on peut s'attendre à ce que les recommandations proposées par des organisations professionnelles telles que AFEP (Association Française des Entreprises Privées) et Le MEDEF (Mouvement des entreprises De France) en France ou bien CBM (*Compensation and Benefits Manager*) aux Etats-Unis participent à la diffusion de normes en matière de rémunération des dirigeants dans un pays (Klarsfeld, 2005). En outre, la multiplication des enquêtes de rémunération peut aider les entreprises à définir leur propre stratégie de rétribution en fonction de pratiques légitimées par le marché (Magnan et *al.*, 2000).

---

<sup>21</sup> Exemple cité par Messeghem (2003).

- Le mimétisme

Le mimétisme est observé dans un contexte marqué par une grande incertitude, c'est-à-dire une situation où il est difficile d'anticiper les conséquences des choix réalisés. Ainsi, face à des situations d'incertitude, les acteurs de l'entreprise imiteront les pratiques des autres entreprises perçues comme efficaces (Gérard et St-Hilaire, 1976). Concernant la rémunération des dirigeants, les processus mimétiques peuvent expliquer pourquoi certaines pratiques ont pu se diffuser dans certains pays et au-delà de leur frontière (Klarsfeld, 2005). Notons ici, l'exemple des stock-options, le développement de cette forme de rémunération aux Etats-Unis dans les années 1990 a amené plusieurs entreprises françaises à adopter ce type particulier de rémunération incitative (Desbrières et *al.*, 2000).

Dans ce travail, nous proposons d'étudier l'influence des forces politiques sur la rémunération des dirigeants.

Les activités des organisations se déroulent dans un cadre partiellement contraignant : celui de règles ou d'injonctions de toutes sortes (Klarsfeld et Delpuech, 2008). Les dispositifs législatifs sont un cas spécifique de ce type de contrainte. Par exemple, les lois structurent dans une large mesure les pratiques de gestion des ressources humaines et les relations professionnelles.

S'agissant de la rémunération des dirigeants, Gélinas (2001) a étudié l'impact d'une loi<sup>22</sup> rendant obligatoire la divulgation des rémunérations des cinq hauts dirigeants des entreprises cotées à la bourse de Toronto entre 1992 et 1997 et a conclu que la divulgation a eu un effet sur la convergence des niveaux de rémunération.

La divulgation des montants de la rémunération des dirigeants a permis aux parties prenantes de l'entreprise d'avoir une information complète sur les montants attribués aux dirigeants. La divulgation peut donc entraîner des pressions additionnelles sur les décideurs de la rémunération des dirigeants pour réviser cette dernière

Dans ce sens, Jensen et Murphy (1990a) expliquent que la rémunération des dirigeants américains n'est que peu liée à la performance de l'entreprise parce qu'elle ne peut pas dépasser un plafond fixé par l'opinion publique, les médias,...

Les deux auteurs ajoutent aussi que l'insensibilité de la rémunération des dirigeants à leur performance est due à l'intervention dans le processus contractuel des forces politiques qui réglementent la rémunération des dirigeants.

---

<sup>22</sup> Règlement 6638 de la commission des valeurs mobilières de l'Ontario du 1993.

Jensen et Murphy (1990a) reconnaissent que les effets positifs de cette divulgation de la rémunération des dirigeants sont évidents (elle évite les excès), mais ils soulignent aussi que les coûts de cette publicité sont moins bien appréciés. En effet, cette information affecte les contrats avec les autres employés et les négociations avec les syndicats, tandis que les critiques des médias et la crainte d'un renforcement de la législation empêchent de rémunérer un dirigeant particulièrement efficace comme il devrait l'être. Ainsi, les dirigeants performants peuvent être peu rémunérés, tandis que les moins bons, pour assurer l'équilibre du marché du travail des dirigeants, seraient trop rémunérés.

Pour tester leur hypothèse de régulation implicite, Jensen et Murphy (1990a) comparent leurs résultats sur la sensibilité de la rémunération à la performance pour la période 1974-1986 à la sensibilité de la rémunération à la performance quand les pressions régulatrices étaient moins importantes<sup>23</sup>.

Les auteurs constatent que la sensibilité de la rémunération à la performance est plus élevée dans les années 1930 que pour 1974-1986, mais elle demeure toujours très faible (Tableau 2). Jensen et Murphy (1990a) remarquent également que l'influence politique est plus prononcée pour les grandes entreprises qui sont plus visibles et font l'objet d'une plus grande attention. L'hypothèse de la régulation implicite prédit alors que la sensibilité de la rémunération à la performance diminue avec la taille de la firme.

**Tableau 2 : Comparaison de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance**

	1934-1938	1976-1986
<b>Sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance</b>	<b>11,4 cents</b>	<b>1,2 cents</b>

*Source : Jensen et Murphy (1990a)*

Concernant le contexte français, aucune étude (à notre connaissance) n'a été réalisée pour tester l'influence de la régulation sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Pourtant, depuis le début des années 2000, une accélération exponentielle des réformes

<sup>23</sup> Les auteurs ont construit un échantillon de dirigeants des années 1930 à partir de données collectées par la *US Work Project Administration* (WPA) pour un projet de 1940 financé par la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Les données du WPA, qui couvrent les années fiscales 1934-38, incluent le salaire et le bonus versés au dirigeant le mieux payé dans 748 grandes sociétés américaines, dont 394 sont cotées au *New York Stock Exchange* (NYSE). Les auteurs restreignent cet échantillon aux sociétés du premier quart du NYSE.

concernant la rémunération des dirigeants s'est produite en France. Ainsi, un recensement des textes adoptés dans ce domaine laisse apparaître que pas moins d'une dizaine de réglementations ont vu le jour, soit un rythme d'un texte par an (Tchotourian, 2011). Ce n'est qu'à partir de 2001 que la rémunération des dirigeants est devenue un réel sujet de débat au Parlement. En effet, avant cette date la loi *via* l'article 225.15 du Code de Commerce impose aux entreprises de publier seulement la rémunération globale attribuée aux cinq ou dix cadres les mieux payés. Avec l'arrivée de la loi n° 2001-401 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles réglementations économiques (désormais NRE), la publication de l'ensemble des composantes de la rémunération des dirigeants dans le rapport annuel présenté à l'assemblée générale est devenue une obligation. Par la suite, alors que les scandales<sup>24</sup> des rémunérations avaient frappé l'opinion publique, la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie<sup>25</sup> avait été promulguée afin de renforcer la législation en matière de rémunération des dirigeants. Cette loi, en modifiant les articles L 225-442-1 et L 225-90-1 du code de commerce, a imposé que le rapport de gestion 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. Il indique également les engagements de toutes natures, 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*<sup>26</sup> ». Deux ans après, la loi n°2007-1223 du 21 août 2007 a soumis l'attribution d'indemnités de départ à des critères de performance. Enfin, et plus récemment, la loi n°2009-348 du 30 mars 2009 a interdit aux entreprises aidées par l'État de distribuer des options et des actions gratuites à leurs dirigeants.

En résumé, on peut constater que le législateur français a agi dans quatre directions : une amélioration de l'information et de la transparence sur les rémunérations des dirigeants, un encadrement plus strict du recours aux stock-options, un conditionnement des indemnités de départ à la réalisation de certains objectifs de performance et, enfin, une interdiction des rémunérations variables au profit des dirigeants de sociétés aidées par l'État (Tableau 3).

---

<sup>24</sup> C'était à la suite de « l'affaire » Daniel Bernard, alors PDG du groupe Carrefour.

<sup>25</sup> Loi Breton n°2005-842 du 26 juillet 2005, publiée au journal officiel du 27 juillet 2005.

<sup>26</sup> Article 9 Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie

**Tableau 3 : Evolution législative en matière de rémunération des dirigeants en France**  
**depuis 2001**

Objectifs	Lois	Principales dispositions
Amélioration de l'information et de la transparence sur la rémunération des dirigeants	Loi sur les nouvelles régulations économiques (loi n° 2001-420 du 15 mai 2001)	Cette loi impose l'obligation de publier dans le document de gestion, le montant des rémunérations des principaux dirigeants (salaire, stock-options, indemnité et retraite chapeau) versés durant l'exercice.
	Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie (loi n°2005-842 du 26 juillet 2005)	<p>Cette loi oblige les entreprises d'insérer dans leur rapport de gestion tous les éléments constitutifs de cette rémunération : fixes, variables, et exceptionnels et de décrire les critères en application desquels ils ont été calculés sur les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis.</p> <p>Cette loi indique aussi que les commissaires aux comptes doivent attester dans les rapports l'exactitude et la sincérité des informations relatives aux rémunérations des dirigeants.</p>
Un encadrement plus strict du recours aux stock-options.	Loi pour le développement de la participation et de l'actionariat salarié (loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006)	Le rapport du Président du conseil sur le contrôle interne doit présenter les conditions de souscription d'options par les mandataires sociaux. La loi impose aussi 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 en faveur des revenus du travail (loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008)	Condition d'attribution de <i>stock-options</i> à la distribution corrélative, à l'ensemble des salariés et à au moins 90 % de ceux des filiales, d'options de même nature, d'actions gratuites ou de dispositifs d'intéressement et de participation.

Un conditionnement des indemnités de départ à la réalisation de certains objectifs de performance	Loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi n° 2007-1223 du 22 août 2007)	Cette loi oblige 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. Toutefois, cette 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.
Une interdiction des rémunérations variables au profit des dirigeants des sociétés aidées par l'État.	Décret n° 2009-431 du 20 avril 2009.	Interdiction de créer des régimes de retraite à prestations définies plus favorables que ceux existant avant les concours publics. Conditions posées au versement de parachutes dorés et interdiction en cas de licenciement de grande ampleur.

A cette multiplication des textes se sont ajoutés les codes de « *meilleures pratiques* » (Tableau 4). Ces derniers contiennent des recommandations produites par des organisations privées d'entreprises<sup>27</sup> qui ont pour finalité de compléter et d'explicitier le cadre législatif en matière de rémunération (Fagès, 2009).

Notons toutefois que ces codes ne sont pas vraiment des codes au sens juridique (Wirtz, 2008a), c'est-à-dire que leur non-respect par l'entreprise n'entraîne pas des sanctions.

Ces formes de régulations se caractérisent ainsi par leur « mollesse » et sont qualifiées de *soft law*<sup>28</sup>. Il s'agit en fait de l'ensemble des règles dont la valeur normative serait limitée soit parce que les instruments qui les contiennent ne seraient pas juridiquement obligatoires, soit parce que les dispositions en cause, bien que figurant dans un instrument contraignant, ne créeraient pas d'obligation de droit positif, ou ne créeraient que des obligations peu contraignantes (Salmon, 2001). Par opposition, la *hard law*<sup>29</sup> est l'ensemble des normes d'origine légale ou réglementaire assorties d'une force obligatoire et dont le respect peut être imposé par des contraintes.

Il en résulte alors que les codes de « *meilleures pratiques* » n'ont pas un caractère obligatoire, et par conséquent leur application est volontaire, selon le principe « *comply or explain*<sup>30</sup> »,

<sup>27</sup> Afep et Medef

<sup>28</sup> Droit mou

<sup>29</sup> Droit dur

<sup>30</sup> Se conformer ou s'expliquer

c'est-à-dire lorsqu'une société ne se réfère pas à un code ou ne se réfère qu'à certaines dispositions, le rapport annuel doit expliquer aux actionnaires pourquoi.

Le constat qui ressort des évolutions françaises initiées depuis le début des années 2000 est que les réformes se fondent sur un objectif louable de normalisation et renforcent toutes, à leur manière, le contrôle sur la rémunération des dirigeants.

Donc, en poursuivant l'analyse de Jensen et Murphy (1990a), on pourrait analyser les conséquences de la régulation sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises françaises. Ainsi, nous proposons l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 5 : Le renforcement de la régulation diminue la sensibilité de la rémunération à la performance des entreprises.*

**Tableau 4 : Liste des codes de bonne conduite d'entreprise d'application volontaire**

Code	Points essentiels
Les recommandations MEDEF /AFEP (janvier 2007)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Définition de principes (exhaustivité, marché de référence, cohérence, simplicité et stabilité des règles).</li> <li>▪ Rôle du comité de rémunération dans la proposition de rémunération.</li> <li>▪ Différenciation de la partie fixe selon que le dirigeant suit une carrière sans discontinuité dans la société ou qu'il est recruté à l'extérieur.</li> <li>▪ Lisibilité du bonus pour les actionnaires et fixation pour une période déterminée.</li> <li>▪ Le lien entre le bonus et le salaire de base doit être clairement établi, à travers un pourcentage maximum adapté au métier de la société.</li> <li>▪ Octroi des stock-options et des actions gratuites sur la base d'une politique d'attribution raisonnable et appropriée, reposant notamment sur des objectifs de performance à échéance d'une ou plusieurs années.</li> </ul>

<p>Les recommandations MEDEF/ AFEP (octobre 2008)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Plafonnement des indemnités de départ à deux ans de rémunération et interdiction dans les entreprises en situation d'échec.</li> <li>▪ Versement de l'indemnité de départ uniquement en cas de départ contraint et lié à un changement de contrôle ou de stratégie.</li> <li>▪ Fixation des conditions de performance à l'attribution d'actions gratuites ou d'options de souscription d'action.</li> <li>▪ Amélioration de la transparence à tous les éléments de rémunération, acquis ou potentiels.</li> </ul>
<p>Recommandation de l'AMF relative à l'information à donner dans les documents de référence sur les rémunérations des mandataires sociaux. (décembre 2008)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Une synthèse et un guide pratique des informations à fournir au regard des textes existants en matière de rémunérations des dirigeants.</li> </ul>
<p>Comité des sages MEDEF/AFEP (avril 2009)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Contribution à la bonne application des principes de mesure, d'équilibre et de cohérence des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux en cas de recours massif au chômage partiel ou de plans sociaux d'ampleur.</li> </ul>

### 3. METHODOLOGIE

Comme nous l'avons évoqué au début de ce travail, la réplication est recommandée afin d'obtenir la généralisation des résultats anglo-saxons. Les récentes évolutions en matière de transparence sur la rémunération des dirigeants permettent aujourd'hui de pouvoir mener à bien une telle méthodologie dans le contexte français.

Cette partie sera structurée de la manière suivante. Dans un premier temps, nous justifions le choix de notre population et nous présentons les procédures de collecte de données. Après avoir défini les variables de notre modèle, nous présentons la démarche méthodologie adaptée pour apprécier le pouvoir prédictif des hypothèses.

### 3.1. LA METHODE DE JENSEN ET MURPHY

L'intérêt de ce travail est de compléter la littérature existante, principalement anglo-saxonne, en apportant des résultats issus d'un contexte différent, en l'occurrence le contexte français. En effet, Cordeiro et Veliyath (2003) suggèrent de répliquer les résultats obtenus à partir d'échantillons américains dans un contexte international afin d'avoir une théorie plus fine et généralisable de la rémunération des dirigeants.

Une réplique est une reproduction substantielle d'un projet de recherche empirique déjà publiée afin de voir si les résultats précédents peuvent être généralisés à d'autres populations, périodes, lieux géographiques,...(Hubbard et *al.*, 1998).

Ainsi, nous procédons à la réplique de la recherche de Jensen et Murphy (1990a). Notre choix s'est porté sur cette recherche dans la mesure où la sensibilité de la rémunération à la performance des entreprises est estimée de manière très précise. En outre, le choix du contexte français apparaît intéressant pour réaliser cette réplique. En effet, ces dernières années, le monde des affaires a connu plusieurs scandales en matière de rémunération des dirigeants (affaire Breton 2005, Forgeard et Zacharias 2006, Morin 2009,...). Cette succession de scandales, sur fond de crise financière, a donné lieu à plusieurs vagues de réformes depuis 2001 (loi NRE, loi Breton, loi TEPA,...). Cette intensité de la réglementation peut nous donner un terrain bien adapté au test de l'hypothèse de régulation.

Ainsi, l'échantillon de notre recherche a été constitué sur la base des entreprises appartenant à l'indice SBF 120 (les 120 capitalisations boursières les plus importantes de la bourse de Paris) pour la période entre 2006 et 2010<sup>31</sup>. Le choix de cet indice permet d'avoir une population homogène sur la période de référence. Un autre intérêt de mener une étude sur les entreprises appartenant à cet indice est la disponibilité des informations. Toutefois, nous avons été amenés à supprimer les sociétés qui ne publient pas les informations concernant la rémunération de leurs dirigeants<sup>32</sup>, les sociétés dont l'exercice comptable ne s'étale pas du 01/01/N au 31/12/N et les sociétés en commandité par action, car les gérants reçoivent un prélèvement statutaire attribué en fonction des bénéfices de l'exercice précédent.

Ainsi, notre échantillon final est composé de 91 sociétés dont 35 appartenant à l'indice boursier CAC 40.

---

<sup>31</sup> Ce travail s'appuie sur des données, qui ont été collectées manuellement dans les rapports annuels.

<sup>32</sup> Bien que la Loi NRE (2001) ait rendu la publication des rémunérations des dirigeants obligatoire à partir de l'exercice fiscal 2001, nous n'avons pas pu retenir les années de 2001 à 2004 en raison de trop nombreuses données indisponibles.

Enfin, l'échantillon étudié se compose de sociétés de différents secteurs d'activité. Nous avons retenu la répartition selon la nouvelle nomenclature internationale ICB « *Industry Classification Benchmark* » qui a été lancée par *FTSE Group* et *Dow Jones Index*<sup>33</sup>. Cette nouvelle codification sectorielle décompose les sociétés en 10 industries, 18 super-secteurs, 39 secteurs et 104 sous-secteurs. Afin d'éviter que l'effectif soit très faible par secteur, nous décidons de regrouper les entreprises de notre échantillon en 9 industries<sup>34</sup> (tableau 5).

**Tableau 5 : La répartition sectorielle de notre échantillon**

Secteur d'activité	Nombre	Fréquence
Pétrole et gaz	5	5,5%
Matière de base	4	4,4%
Industrie	23	25,3%
Bien de consommation	8	8,8%
Santé	6	6,6%
Services aux consommateurs	15	16,5%
Services aux collectivités	7	7,7%
Sociétés financières	16	17,5%
Technologie	7	7,7%
<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>100%</b>

### 3.2. DEFINITION DES VARIABLES

Étant donné que les variables de notre modèle sont identiques au travail mené par Jensen et Murphy (1990a), nous avons retenu les mêmes définitions et mesures. Il s'agit de la variation de la rémunération en espèce (salaire de base et le bonus) à l'instant  $t$  «  $\Delta(CEO\ salary + bonus)_t$  » et la variation de la richesse des actionnaires à l'instant  $t$  «  $\Delta(shareholder\ wealth)_t$  ».

<sup>33</sup>Elle est entrée en vigueur le 2 janvier 2006 pour l'ensemble des sociétés cotées à Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris.

<sup>34</sup> Selon la nomenclature de l'ICB, France Telecom appartient au secteur de la télécommunication, et comme il s'agit d'une seule société, nous l'avons intégrée dans le secteur des services aux collectivités.

Toutefois, nous avons introduit une nouvelle variable concernant le montant des stock-options attribuées au dirigeant.

Ainsi, la variable « *rémunération en espèces* » correspond à la somme de la rémunération fixe et du bonus annuel. La variable « *rémunération en stock-options* » correspond à la valeur potentielle des stock-options attribuées au dirigeant. Depuis le 1 janvier 2005, les stock-options doivent figurer parmi les charges de l'entreprise selon la norme IFRS2<sup>35</sup>. Pour cela, plusieurs entreprises de notre échantillon ont procédé à valoriser les options attribuées et à publier le montant de cette évaluation dans leurs documents de référence. Toutefois, pour certaines entreprises, la valorisation n'est pas encore disponible. Afin de valoriser ces options, nous avons décidé d'utiliser la méthode de Black et Scholes (1973). Concernant la variable « *rémunération globale* », elle correspond à la somme de la rémunération en espèces et le montant des stock-options. A l'instar de Jensen et Murphy (1990a), nous calculons les variations pour chaque composante de la rémunération :

- Rémunération en espèce

$$\Delta (\textit{rémunération en espèce}) t = \textit{Rémunération en espèce à } t - \textit{Rémunération en espèce à } t-1$$

- Rémunération en stock-options

$$\Delta (\textit{rémunération en stock-option}) t = \textit{Valeur stock-options à } t - \textit{Valeur stock-options à } t-1$$

- Rémunération globale

$$\Delta (\textit{rémunération globale}) t = \textit{Rémunération globale à } t - \textit{Rémunération globale à } t-1$$

Ces variations sont ajustées par l'inflation. Enfin, la variable « *richesse des actionnaires* » représente la richesse des actionnaires à l'instant t. La variation de cette richesse est définie comme suit :

---

<sup>35</sup>L'objectif d'IFRS 2 est de spécifier l'information financière à présenter par une entité qui entreprend une transaction dont le paiement est fondé sur des actions. En particulier, elle impose à une entité de refléter dans son résultat et dans sa situation financière les effets des transactions dont le paiement est fondé sur des actions, y compris les charges liées à des transactions attribuant aux membres du personnel des options sur actions.

$$\Delta (\text{richesse des actionnaires})_t = r_t * V_{t-1}$$

Avec:

**$r_t$** : Le taux de rentabilité des actions à la date  $t$ , ajusté par l'inflation.

**$V_{t-1}$** : La valeur de l'entreprise (sa capitalisation boursière) pour l'année  $t-1$ .

#### **4. RESULTATS : UNE SENSIBILITE PLUS FORTE EN FRANCE QU'OUTRE-ATLANTIQUE**

L'analyse des résultats est effectuée par des tests multi-variés afin de déterminer les coefficients liant les variables explicatives et la variable expliquée ainsi que le sens et la significativité des corrélations. Pour ce faire, nous avons eu recours à des régressions estimées sur des données de panel. Ce travail d'analyse est précédé par une présentation descriptive qui a pour objectif de présenter les caractéristiques statistiques relatives aux variables utilisées.

##### **4.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES**

Sur la période de 2006 à 2010, les dirigeants du SBF120 ont perçu une rémunération globale moyenne de 2169 K€ avec une médiane de 1600 K€. Elle se compose de 739 K€ en salaire de base, 741 K€ en bonus annuel et 689 K€ en stock-options. Il faut noter au passage qu'un certain nombre de dirigeants ne perçoit pas de rémunération variable, que ce soit sous forme de bonus annuel ou de stock-options. Au-delà de ces niveaux, on peut constater la grande hétérogénéité des rémunérations, en particulier pour les stock-options. En effet, la dispersion de ce mode de rémunération est très importante puisqu'il s'étend de 0 K€ à 19622 K€ (Tableau 6). Concernant la structure de propriété, nous observons que le principal actionnaire détient en moyenne 20,77% des droits de vote. Ce résultat confirme bien la particularité du contexte français, à savoir un regroupement du capital autour de quelques actionnaires (Faccio et Lang, 2002).

**Tableau 6 : Statistiques descriptives**

	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max	Q1	Q2
Rem. Fixe (en K€)	<b>738,971</b>	<b>700</b>	<b>377,262</b>	<b>41,435</b>	<b>2222,734</b>	<b>450</b>	<b>920</b>
Bonus (en K€)	<b>741,156</b>	<b>610</b>	<b>644,849</b>	<b>0</b>	<b>3064,149</b>	<b>250</b>	<b>1087,702</b>
Sto. Opt (en K€)	<b>688,701</b>	<b>0</b>	<b>1634,285</b>	<b>0</b>	<b>19622</b>	<b>0</b>	<b>819,848</b>
Rem. Espece (en K€)	<b>1480,18</b>	<b>1350</b>	<b>889,528</b>	<b>41,435</b>	<b>4039,221</b>	<b>758,393</b>	<b>2006,95</b>
Rem. Totale (en K€)	<b>2168,83</b>	<b>1600</b>	<b>2172,342</b>	<b>41,435</b>	<b>22214</b>	<b>920</b>	<b>2724</b>
Pour.princp	<b>20,77%</b>	<b>5,9%</b>	<b>25,79%</b>	<b>0%</b>	<b>93%</b>	<b>0%</b>	<b>37,8%</b>

Avec :

*Rem. Fixe= le salaire de base du dirigeant ; Bonus= la somme de bonus versé au dirigeant à t+1 ; Sto.opt= la valeur des stock-options attribuées au dirigeant i pour l'exercice t, valorisée selon la méthode de Black et Scholes (1976) ; Rem. Espece = la somme du salaire de base et de bonus annuel ; Rem. Totale= la rémunération globale attribuée au dirigeant ; Pour.princp= pourcentage de droits de vote détenus par le principal actionnaire.*

Le tableau 7 représente la répartition de la rémunération des dirigeants selon le secteur d'activité. En effet, plusieurs études ont montré que le secteur d'activité peut avoir une influence sur la détermination de la rémunération des dirigeants (O'Reilly et al., 1988 ; Fisher et Govindarajan ; 1992). Le tableau 7 montre que le niveau et la structure de la rémunération varient d'un secteur à un autre. Ainsi, les dirigeants du secteur des biens de consommation sont les dirigeants les plus payés en salaire de base, en bonus et en stock-options. D'autre part, entre 2006 et 2010, le secteur des services aux collectivités a enregistré la rémunération moyenne la plus faible, soit 1560,52 K€. De même, les dirigeants de ce secteur sont les moins payés en matière de stock-options.

**Tableau 7 : Rémunération moyenne globale selon le secteur d'activité sur la période 2006-2010**

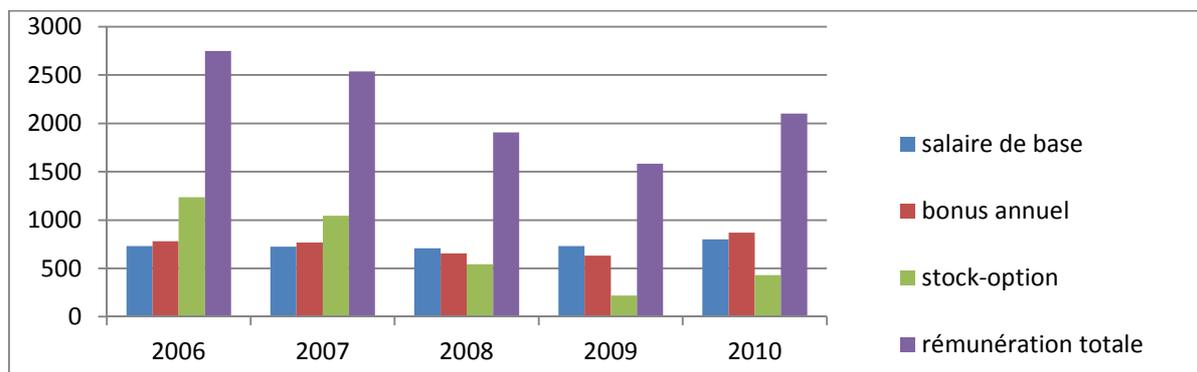
Secteur	Salaire Base	Bonus annuel	Stock-option	Salaire espèce	Salaire total
Pétrole et gaz	<b>624,960</b>	<b>689,096</b>	<b>879,112</b>	<b>1314,057</b>	<b>2193,17</b>
Matière de base	<b>751,616</b>	<b>949,295</b>	<b>537,357</b>	<b>1700,912</b>	<b>2238,269</b>
Industrie	<b>716,749</b>	<b>698,468</b>	<b>551,313</b>	<b>1415,218</b>	<b>1966,531</b>
Biens de consommation	<b>1064,338</b>	<b>1041,572</b>	<b>2247,55</b>	<b>2105,909</b>	<b>4353,459</b>
Santé	<b>574,891</b>	<b>589,405</b>	<b>418,691</b>	<b>1164,297</b>	<b>1582,98</b>
Services consommateurs	<b>830,964</b>	<b>837,988</b>	<b>326,952</b>	<b>1668,953</b>	<b>1995,911</b>
Services aux collectivités	<b>710,674</b>	<b>669,818</b>	<b>180,026</b>	<b>1380,492</b>	<b>1560,518</b>
Sociétés financières	<b>560,333</b>	<b>650,391</b>	<b>505,964</b>	<b>1210,724</b>	<b>1716,689</b>
Technologie	<b>797,567</b>	<b>476,565</b>	<b>494,764</b>	<b>1274,133</b>	<b>1768,898</b>

En outre, l'analyse de l'évolution de la rémunération sur la période allant de 2006 à 2010 (Figure 4) montre une diminution de la rétribution globale des dirigeants à partir de 2007. Cette diminution est due essentiellement à la baisse du nombre d'options attribuées aux dirigeants. Ce résultat peut être expliqué par deux raisons. Premièrement, les stock-options ont été au cœur des scandales financiers dans plusieurs entreprises françaises<sup>36</sup>. Deuxièmement, la comptabilisation des stock-options a alourdi les charges supportées par les firmes d'où une diminution de leurs résultats (Desbrières, 2006).

---

<sup>36</sup> EADS, Vinci,...

**Figure 4 : Évolution de la rémunération des dirigeants du SBF 120 entre 2006-2010**



#### 4.2. REGRESSION

Comme l'objectif de ce travail est d'étudier le lien entre la performance organisationnelle et les différentes formes de rémunération, trois régressions linéaires multiples seront effectuées pour la rémunération globale ainsi que pour ses deux principales composantes (rémunération en espèces et rémunération en stock-options). Ainsi, trois modèles seront estimés :

- Modèle 1 :

$$\Delta (\text{rémunération en espèce})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{richesse des actionnaires})_t + \varepsilon$$

- Modèle 2 :

$$\Delta (\text{rémunération en stock-option})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{richesse des actionnaires})_t + \varepsilon$$

- Modèle 3 :

$$\Delta (\text{rémunération globale})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{richesse des actionnaires})_t + \varepsilon$$

L'estimation de  $\beta$  nous informe sur l'existence et l'intensité du lien entre la rétribution des dirigeants et la performance organisationnelle. Comme nous possédons des données dans le temps, nous menons une analyse économétrique sur données de panel. Généralement, la double dimension des données de panel permet de rendre simultanément compte de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est pas le cas avec les séries temporelles ou les coupes transversales (Sevestre, 2002). Cependant, l'un des grands problèmes d'une estimation sur données de panel est l'hétérogénéité des comportements des

individus. Généralement, deux types de modèles sont adoptés afin de résoudre ce problème d'hétérogénéité : le modèle à effet fixe<sup>37</sup> et la modèle à effet aléatoire<sup>38</sup>.

Donc, avant d'estimer ces trois modèles, il est nécessaire dans un premier temps de vérifier si ces modèles théoriques sont homogènes pour toutes les entreprises étudiées ou, au contraire, s'il existe des spécificités.

#### 4.2.1. Les tests sur données de panel.

Rappelons que l'un des grands problèmes d'une estimation sur données de panel est l'hétérogénéité des comportements des individus. Selon la spécification de ces effets, deux approches sont traditionnellement adaptées : le modèle à effet fixe ou bien le modèle à effet aléatoire. En plus de la question des effets individuels, la question de la corrélation et de l'hétéroscédasticité dans le cadre des données de panel est adressée.

La présentation et les résultats de ces différents tests sont présentés dans l'annexe 2. Ainsi, les trois modèles de ce travail disposent d'un effet spécifique (effets aléatoires) et présentent un problème d'hétéroscédasticité. Pour estimer ces modèles, nous utilisons les Moindres Carrés ordinaires (MCO) et nous corrigeons les écarts-types par la méthode d'Eicker-White (1980).

Les résultats de l'estimation sont présentés dans la section suivante.

#### 4.2.2. Résultats

Le Tableau 8 fournit les résultats de la régression de nos modèles. Comme nous avons opté pour le modèle à effet aléatoire, le  $R^2$  le plus pertinent est le  $R^2$  *between*. Il s'agit de la mesure de la part de la variabilité inter-individuelle de la variable dépendante expliquée par celles des variables explicatives. Dans le cadre de ce travail, la valeur *between* est de 1,6% pour le modèle 1, de 10,82% pour le modèle 2 et de 7,72% pour le modèle 3, ce qui implique une qualité faible d'ajustement dans le groupe. Cependant, cette valeur demeure plus élevée que celle obtenue par Jensen et Murphy (1990a) : 0,82% pour la rémunération en espèce et 1,57% pour la rémunération totale.

Nos résultats montrent que le coefficient de la variable richesse des actionnaires ( $\beta = 0,0124$ ) dans le modèle 1 est statistiquement significatif, indiquant une relation positive entre la

---

<sup>37</sup>Il admet qu'il existe des spécificités individuelles ( $a_i$ ) et temporelles ( $d_t$ ) inobservables qui affectent la constante du modèle et expliquent en partie la variabilité de la variable dépendante ( $y_{it}$ ).

<sup>38</sup>Il admet la décomposition du terme d'erreur  $\varepsilon_{it}$  en trois composantes : un effet individuel ( $a_i$ ), un effet temporel ( $d_t$ ) et une erreur indépendante de ces deux effets, l'erreur idiosyncrasique.

rémunération en espèces et la performance de l'entreprise. Cependant, l'importance économique du coefficient estimé est faible. En effet, le dirigeant reçoit en moyenne un supplément de 12,4€ pour chaque augmentation de 100€ de la richesse des actionnaires. Ce coefficient est supérieur à celle de Jensen et Murphy (1990a) qui trouvent une sensibilité de la rémunération en espèces à la performance de l'ordre de 0,0001.

De même, la sensibilité de la rémunération globale du dirigeant à la richesse des actionnaires est positive, mais elle reste faible. En effet, lorsqu'on prend en compte la valeur des stock-options, la richesse des dirigeants français augmente de 31,7€ pour une variation de 1000€ de la valeur créée pour les actionnaires.

Il faut cependant noter que le coefficient de la rémunération en stock-options, bien qu'étant positif, est non significatif. En plus, il est quasiment identique à celui de la rémunération en espèces. Or, d'après la théorie de l'agence, cette forme de rémunération est censée avoir un rôle plus important que les autres formes de rémunération dans la réduction des coûts d'agence et, par conséquent, dans l'amélioration de la performance de l'entreprise (Desbrières, 1991 ; Hirshleifer et Suh, 1992).

**Tableau 8 : Régression linéaire testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise entre 2006 et 2010**

	Modèle1		Modèle 2		Modèle 3	
	$\beta$	z	$\beta$	z	$\beta$	z
<i>Constante</i>	5,771	0,18	-121,452	-1,58	-115,680	-1,30
<i><math>\Delta</math> richesse des actionnaires</i>	0,0124	2,89**	0,0192	1,85	0,0317	2,64**
<i>Nombre d'observation</i>	420		420		420	
<i>Wald chi2</i>	8,33**		3,44		6,94**	
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,0234		0,0320		0,0236	
<i>R<sup>2</sup> between</i>	0,016		0,1082		0,077	
<i>R<sup>2</sup> overall</i>	0,0195		0,0082		0,0163	

Sont reproduits dans ce tableau les coefficients de l'estimation linéaire ( $\beta$ ) et les coefficients de régression (statistique de wald chi2 « z ») relatifs à chacune des variables incluses dans le modèle correspondant. \*, \*\*, \*\*\* indiquent une probabilité au seuil de 5%, 1% et 0,1% respectivement.

Notons aussi que la sensibilité de la rémunération globale ne varie pas selon la taille de l'entreprise<sup>39</sup> (Tableau 9). Ce résultat n'est pas conforme à celui de Jensen et Murphy (1990a). Cependant, nous pouvons constater que la taille de l'entreprise peut avoir une influence sur la sensibilité de chaque composante. En effet, dans les grandes entreprises, la sensibilité de la rémunération en espèces est de l'ordre de 0,012 contre 0,025 dans les petites entreprises. Par ailleurs, on peut constater une faible sensibilité de la rémunération en stock-options par rapport à la performance boursière dans les petites entreprises : pour 1000€ d'augmentation de la valeur des actionnaires, la part des stock-options augmente de 9€. Ceci peut être expliqué par le fait que contrairement aux grandes entreprises les petites entreprises octroient moins de stock-options puisque les conseils d'administration de ces entreprises disposent de suffisamment d'informations sur le comportement du dirigeant pour le garder sous contrôle (Dardour, 2009).

**Tableau 9 : Régressions linéaires testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance selon la taille de l'entreprise.**

	<i>GRANDE ENTREPRISE</i>			<i>PETITE ENTREEPRISE</i>		
	<i>Modèle 1</i>	<i>Modèle 2</i>	<i>Modèle 3</i>	<i>Modèle 1</i>	<i>Modèle 2</i>	<i>Modèle 3</i>
<i>Constante</i>	-28,215 (-0,46)	-287,182 (-1,53)	-315,398 (-1,48)	25,605 (0,74)	-13,841 (-0,37)	-11,763 (-0,22)
$\Delta$ <i>richesse des actionnaires</i>	0,012 (2,27)*	0,019 (1,21)	0,031 (1,73)	0,025 (1,27)	0,009 (0,44)	0,035 (1,14)
<i>Wald chi 2</i>	5,14*	1,47	3,00	1,62	0,20	1,30
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,0370	0,0146	0,0264	0,0075	0,0005	0,0050
<i>R<sup>2</sup> between</i>	0,0049	0,1618	0,1210	0,0009	0,0041	0,0046
<i>R<sup>2</sup> overall</i>	0,0307	0,0090	0,00182	0,0063	0,0008	0,0052
<i>N</i>	164	164	164	256	256	256

\*\*\*La corrélation est significative au seuil 0,1%  
\*\* La corrélation est significative au seuil 1%  
\* La corrélation est significative au seuil 5%  
La valeur entre parenthèses correspond à la valeur statistique de wald chi2 « z »

<sup>39</sup> Pour contrôler la taille de l'entreprise, nous utilisons la capitalisation boursière pour faire la distinction entre les grandes entreprises et les petites entreprises. Sont considérées des grandes entreprises, toutes les entreprises appartenant à l'indice du CAC 40. Sont alors les petites entreprises les autres entreprises.

Globalement, les résultats issus de cette première régression montrent le faible impact de la richesse des actionnaires sur la rémunération des dirigeants. Bebchuk et Fried (2004) expliquent la faiblesse de la corrélation entre la rémunération et la performance par le manque de lien avec l'action du seul dirigeant. En effet, la performance est une donnée composée de différents facteurs, dont l'action du dirigeant n'est qu'un aspect. Les circonstances extérieures (situation générale du marché, le secteur d'activité,...) peuvent avoir une grande importance dans l'évolution de la rémunération des dirigeants, qui ne sont pas seuls maîtres des indicateurs de performance. Ainsi, dans le cas où la rémunération serait indexée sur l'évolution du titre, le dirigeant peut bénéficier d'une augmentation de la rémunération, alors qu'il ne l'a peut-être pas méritée en raison de son manque d'action. De même, le dirigeant pourrait avoir une réduction de sa rémunération, alors qu'il a effectué tout ce qui était en son pouvoir pour que son action soit bénéfique à la société. Or, notre période d'étude est fortement marquée par l'éclatement de la crise financière<sup>40</sup>. Cette dernière a remis sous le feu des projecteurs la question de la rémunération des dirigeants. Pour tester l'impact de cette crise sur la relation entre la performance et la rémunération des dirigeants, nous calculons la sensibilité pour les deux années qui précèdent la crise (2006-2007) et les deux années qui la suivent (2009-2010). L'étude comparative de ces deux périodes (tableau 10) montre que le coefficient de détermination est plus élevé pour la deuxième période (2009-2010). A titre d'exemple, ce coefficient atteint 11,74% pour la régression sur les stock-options. En outre, la qualité au niveau global de la relation, estimée par le test de Wald est beaucoup plus satisfaisante dans la deuxième période que dans la première. D'autre part, nos résultats montrent que la rémunération des dirigeants est négativement et significativement liée à la richesse des actionnaires au cours des deux années qui suivent la crise. En désaccord avec la théorie de l'agence, nos résultats montrent donc que la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise, en particulier les stock-options, est influencée par la conjoncture boursière. Ceci confirme le résultat de Bebchuck et *al.* (2002) qui démontrent que les stock-options peuvent être liées à des facteurs de chance. En définitive, l'examen des différents coefficients montre que la relation entre la rémunération des dirigeants et la richesse des actionnaires est positive. Toutefois, cette relation demeure très faible. A cet égard, nous pouvons demander si ce résultat est dû au caractère social-démocrate qui particularise le contexte français. En effet, selon Roe (2001), la rémunération des dirigeants devrait avoir un rôle moins incitatif dans les social-démocraties qu'aux Etats-Unis. Pour tester l'hypothèse

---

<sup>40</sup> Cette crise qui a débuté en 2007 sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque (*subprime*), ne s'est transformée en crise financière qu'avec le krach boursier de l'automne 2008.

politique de Roe (2001), nous procédons dans ce qui suit à une comparaison de la sensibilité entre la France et les Etats-Unis.

**Tableau 10 : Régressions linéaires testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance avant et après la crise.**

	2006-2007			2009-2010		
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3
<i>Constante</i>	-55,552 (-0,82)	9,679 (0,06)	-45,873 (-0,23)	129,546 (3,69)***	3,575 (0,05)	133,122 (1,64)
$\Delta$ <i>richesse des actionnaires</i>	0,0104 (1,11)	0,0171 (0,71)	0,0279 (1,00)	-0,0029 (-0,38)	-0,056 (-3,64)***	-0,059 (-3,31)**
<i>Wald chi 2</i>	1,23	0,51	1,00	0,14	13,22***	10,97***
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,0523	0,0144	0,0319	0,0046	0,0335	0,0334
<i>R<sup>2</sup> between</i>	0,0001	0,0003	0,0003	0,0003	0,01174	0,0956
<i>R<sup>2</sup> overall</i>	0,0075	0,0031	0,0061	0,0038	0,0726	0,0610
<i>N</i>	164	164	164	171	171	171

\*\*\*La corrélation est significative au seuil 0,1%  
 \*\* La corrélation est significative au seuil 1%  
 \* La corrélation est significative au seuil 5%  
 La valeur entre parenthèse correspond à la valeur statistique de wald chi2 « z »

#### 4.2.2.1. Sensibilité de la rémunération à la performance : une comparaison entre France et Etats-Unis.

Globalement, les résultats issus du contexte français sont compatibles avec les autres contextes qui montrent l'existence d'un lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. Mentionnons que cette sensibilité est beaucoup plus importante en France que dans d'autres pays, en particulier les États-Unis (tableau 11). Ce résultat semble contredire l'explication politique proposée par Roe (2001) concernant la concentration de la propriété en Europe et le développement de la firme managériale aux États-Unis. Selon cet auteur, c'est l'absence d'une social-démocratie qui permet l'existence de la firme managériale aux États-Unis. Les social-démocraties et les firmes managériales font, en effet,

mauvais ménage parce que les coûts d'agence dans une social-démocratie seraient plus élevés et que les mécanismes permettant de les contrôler seraient plus difficiles à mettre en œuvre. Dans ce sens, la rémunération des dirigeants devrait avoir un rôle plus incitatif aux Etats-Unis que dans les social-démocraties, telle que la France.

Donc, contrairement à la théorie politique de Roe (2001), nos résultats montrent que la sensibilité de la rémunération en France est plus forte que celle aux Etats-Unis.

Par ailleurs, entre 2006 et 2010, la rémunération des dirigeants en stock-options a augmenté de 17,6€ pour une variation de 1000€ de la valeur créée pour les actionnaires (tableau 13). Cette augmentation est quasiment identique à celle de la rémunération en espèces. Or, selon la théorie de l'agence, les stock-options sont censées avoir un effet incitatif plus important que les autres formes de rémunération.

D'autre part, la question de la rémunération des dirigeants (surtout pour les stock-options) a fait l'objet d'une attention particulière de la part du législateur. En effet, de très nombreuses réformes lui ont été consacrées au cours de ces dernières années. A cet égard, et à l'instar de Jensen et Murphy (1990a), nous allons tester l'impact de l'intervention des forces politiques sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises.

**Tableau 11 : une comparaison des principaux résultats sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants**

	Etats-Unis <sup>41</sup>	Canada <sup>42</sup>	Pays-Bas <sup>43</sup>	Chine <sup>44</sup>	Japon <sup>45</sup>	France <sup>46</sup>
<b>Sensibilité de la rémunération en espèce à la performance</b>	<b>0,00013</b>	<b>0,00084</b>	<b>-</b>	<b>0,08</b>	<b>0,000007</b>	<b>0,0124</b>
<b>Sensibilité de la rémunération totale à la performance</b>	<b>0,00031</b>	<b>0,0001</b>	<b>-0,249</b>	<b>-0,04</b>	<b>-</b>	<b>0,0317</b>

<sup>41</sup> Jensen et Murphy (1990a)

<sup>42</sup> Zhou (2001)

<sup>43</sup> Duffhues et Rabin (2008)

<sup>44</sup> Conyon et He (2011)

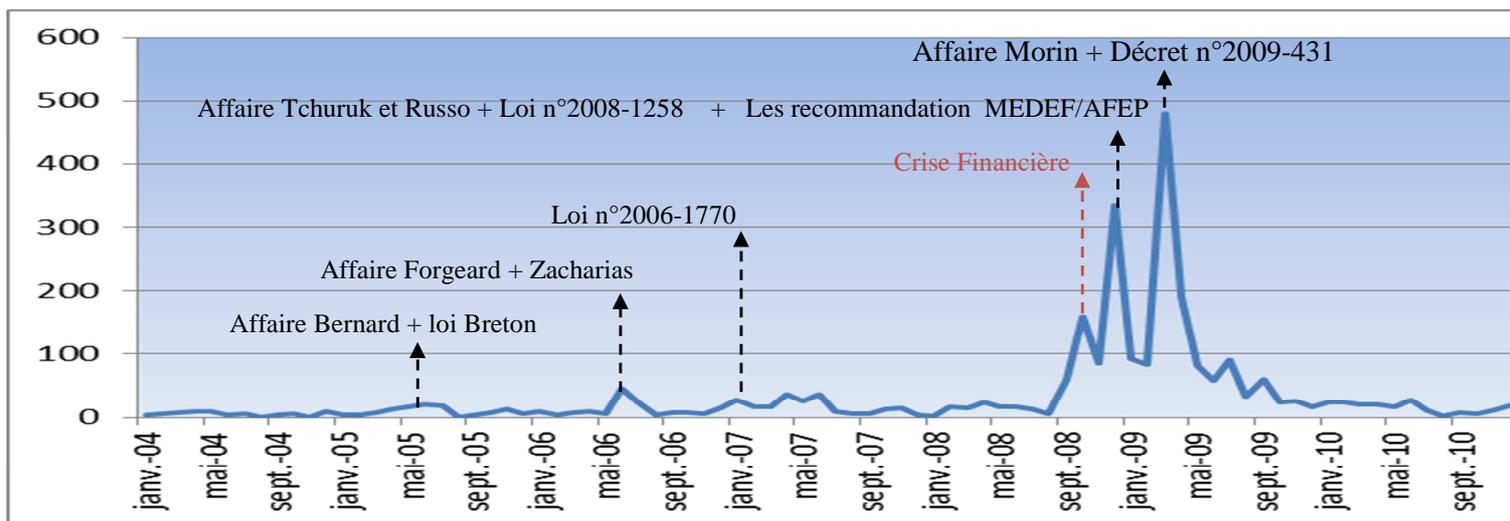
<sup>45</sup> Kaplan (1994)

<sup>46</sup> Nos résultats

#### 4.2.2.2.L'hypothèse de la régulation

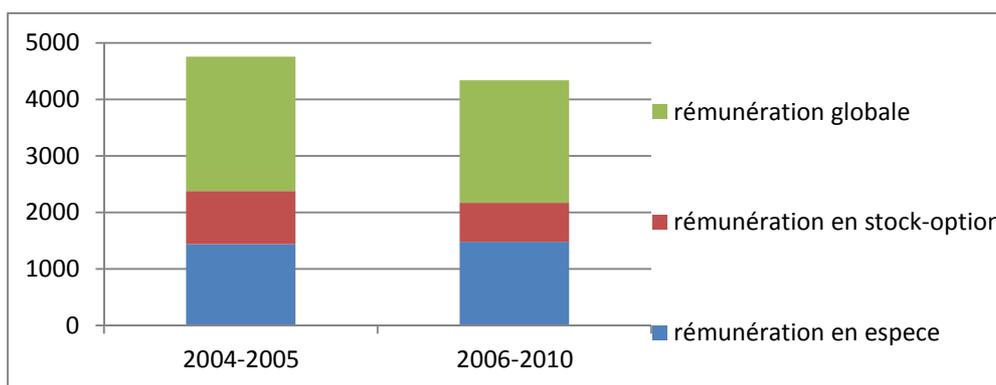
Nous avons précédemment évoqué la multiplication des réformes concernant la rémunération des dirigeants. Nous pouvons dire qu'il y a eu pratiquement une loi pour chaque scandale relaté dans la presse. Ces réformes avaient comme objectifs l'amélioration de l'information et de la transparence sur la rémunération des dirigeants et l'encadrement du recours aux stock-options. Donc, il nous semble intéressant d'analyser la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la richesse des actionnaires en prenant en compte l'impact de la pression régulatrice. Pour cela, nous allons comparer la sensibilité pour la période 2006-2010 avec celle de 2004-2005. Le choix de cette période peut être expliqué par deux motifs. Premièrement, les pressions régulatrices étaient moins importantes dans cette période par rapport à celle de 2006-2010. En effet, lors de cette dernière période, il y a eu un vrai fourmillement de lois et de réformes sur la question de la rémunération des dirigeants (Parachkevova, 2010). Comme nous le remarquons dans la figure 5, il y a eu presque une loi pour chaque scandale relaté dans la presse (la loi Breton de 2005, la loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié de 2006,...). Sans parler de l'effet crise qui a été illustré par le décret du 30 mars 2009, intervenu dans les jours qui ont suivi la publication de la rémunération de dirigeants d'entreprises aidées par l'Etat (les banques en particulier). Deuxièmement, il est difficile de disposer de données plus anciennes. En effet, il a fallu attendre la loi NRE de 2001, pour que les entreprises divulguent les montants de la rémunération de leurs dirigeants.

**Figure 5 : Evolution de nombre d'articles de presse<sup>47</sup> portant sur la rémunération des dirigeants**



La figure 6 montre que la rémunération moyenne des dirigeants du SBF 120 a connu une diminution entre les deux périodes. Cette baisse est due essentiellement à la diminution de la part des stock-options. En outre, la variabilité de la rémunération a considérablement diminuée sur la période : l'écart-type moyen des mouvements de la rémunération annuelle était de 2200€ dans les années 2006-2010 contre 2600€ dans les années 2004-2005.

**Figure 6 : L'évolution de la rémunération des dirigeants entre les deux périodes**



Les régressions montrent que le coefficient de détermination demeure très faible pour la période 2004-2005. On peut remarquer en outre que la sensibilité de la rémunération globale

<sup>47</sup> Nombre d'articles recensés par la base de données *Factiva*

est quasiment identique pour les deux périodes (tableau 12). Toutefois, on peut constater que la rémunération en stock-options est plus sensible à la performance boursière que les autres composantes de la rémunération : pour 1000€ d'augmentation de la valeur actionnariale, la part des stock-options a augmenté de 31€ pendant la période 2004-2005<sup>48</sup>.

On déduit de cette étude comparative de cette sensibilité que seule la sensibilité de la rémunération en options semble avoir été influencée par les pressions régulatrices. Entre 2004 et 2005, la France a dominé le paysage européen en matière de distribution des stock-options, y compris le Royaume-Unis considéré comme le plus « *américain* » des capitalismes européens. Toutefois, quelques scandales (affaire Zacharias) et des soupçons de délits d'initiés (EADS) ont porté des coups à cette formule. Et puis, en pleine crise, l'annonce de dizaine de milliers de stock-options versés par des entreprises aidées par L'Etat (Société Générale à titre d'exemple) a suscité des interrogations.

Dans ces circonstances, la loi et la réglementation n'ont pas été en reste en termes d'encadrement de la pratique des stock-options. Parmi ces mesures, les dirigeants ne peuvent pas lever leurs options avant la cessation de leurs fonctions. Ils sont tenus de conserver un certain nombre d'actions issues de la levée d'options<sup>49</sup> jusqu'à la fin de leurs mandats. En outre, à partir de mars 2009 et jusqu'au 31 décembre 2010, l'attribution de stock-options est interdite à toutes les entreprises ayant bénéficié d'aides de l'État, depuis le début de la crise financière de 2008. En parallèle du droit des sociétés, la norme fiscale est partie prenante du mouvement français de réglementation des stock-options. A compter du 16 octobre 2007, les sociétés doivent verser une contribution spécifique sur les options attribuées en leur sein.

En définitive, le régime fiscal et social de stock-options est devenu de moins en moins favorable aux entreprises et aux bénéficiaires. C'est pourquoi les entreprises se sont de plus en plus désintéressées de ce mécanisme d'actionnariat salarié.

---

<sup>48</sup> Notons cependant que le coefficient correspondant n'est pas statistiquement significatif.

<sup>49</sup> Loi n°2006-177 du 30 décembre 2006.

**Tableau 12 : Régression linéaire testant la relation entre la rémunération des dirigeants  
et la performance de l'entreprise pour les deux périodes**

2006-2010							2004-2005						
	MODELE1		MODELE 2		MODELE 3		MODELE1		MODELE 2		MODELE 3		
	$\beta$	z	$\beta$	z	$\beta$	z	$\beta$	z	$\beta$	z	$\beta$	Z	
<i>Constante</i>	5,771	0,18	-121,452	-1,58	-115,680	-1,30	-17,199	-0,13	-351,939	-1,83	-323,302	-1,49	
<i>Δ richesse actionnaire</i>	0,0124	2,89**	0,0192	1,85	0,0317	2,64**	0,0013	0,09	0,0311	0,86	0,035	0,85	
<i>N</i>	420		420		420		144		144		144		
<i>Wald chi2</i>	8,33**		3,44		6,94**		0,01		0,73		0,72		
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,0234		0,0320		0,0236		0,0000		0,0354		0,0301		
<i>R<sup>2</sup> between</i>	0,016		0,1082		0,077		0,0005		0,0004		0,0000		
<i>R<sup>2</sup> overall</i>	0,0195		0,0082		0,0163		0,0004		0,0051		0,0051		

Sont reproduits dans ce tableau les coefficients de l'estimation linéaire ( $\beta$ ) et les coefficients de régression (statistique de wald chi2 « z ») relatifs à chacune des variables incluses dans le modèle correspondant. \*, \*\*, \*\*\* indiquent une probabilité au seuil de 5%, 1% et 0,1% respectivement.

## 5. CONCLUSION PREMIERE PARTIE

L'objectif de ce travail était de mettre en évidence le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises françaises. La revue de la littérature montre que, dans le cadre de la théorie de l'agence, la rémunération des dirigeants est considérée comme un mécanisme de gouvernance ayant pour rôle de résoudre les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants afin d'améliorer la performance de l'entreprise.

Néanmoins, la littérature ne s'est souvent attachée qu'à étudier le contexte anglo-saxon. En ce sens, cette recherche apporte un éclairage international puisqu'elle s'intéresse aux entreprises françaises. Notre recherche constitue donc une avancée dans la généralisation des résultats sur la rémunération des dirigeants.

Ainsi, les résultats du test du modèle théorique démontrent trois points essentiels. Premièrement, nous validons l'hypothèse selon laquelle la rémunération des dirigeants de sociétés cotées françaises est positivement liée à la richesse des actionnaires. Deuxièmement, les résultats mettent en lumière le fait que la sensibilité des stock-options à la performance des entreprises est relativement faible dans le contexte français. Troisièmement, et contrairement

aux prédictions de l'approche politique de Roe (2001), la rémunération globale des dirigeants en France a initialement un effet incitatif plus important que dans les entreprises managériales américaines. Enfin, l'acuité des pressions politiques a comme conséquence l'affaiblissement de la sensibilité des stock-options à la richesse des actionnaires.

Cette recherche n'est pas exempte de limites. Tout d'abord, nous sommes conscients de la taille limitée de notre échantillon (N=91). Il serait donc intéressant de réaliser une recherche similaire après avoir complété notre base de données. Ensuite, l'absence de résultat significatif concernant l'hypothèse de la régulation implicite nous amène également à penser qu'il serait peut-être souhaitable de revoir la période où les pressions régulatrices sont censées être moins importantes. Mais cela pose un problème d'accès aux données.

Au final, la relative faiblesse de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance pose la question de son explication possible. Plusieurs pistes ont déjà été proposées dans la littérature. Il peut s'agir d'un dysfonctionnement du conseil d'administration qui n'aurait pas d'influence sur les choix de rémunération du fait d'un cumul des mandats, ou d'effets de réseaux, par exemple. Il peut également s'agir d'un fonctionnement atypique du marché des dirigeants. Plus globalement, le processus conduisant à la définition et à la mise en œuvre de la politique de rémunération des dirigeants d'entreprises cotées reste encore largement méconnu. Une meilleure compréhension de ce processus permettrait de mieux comprendre les caractéristiques de la rémunération et de son évolution.

**Tableau 13: Synthèse des principaux résultats**

N°	Hypothèse	Résultat prévu	Résultat observé
1	La rémunération en espèces	Relation positive avec la performance	Une relation positive et significative entre la rémunération en espèces et la richesse des actionnaires.
2	La prise en compte des stock-options	Augmentation de la sensibilité	La sensibilité de la rémunération globale augmente une fois que les stock-options sont prises en compte. Toutefois, le lien empirique entre stock-options et performance est insuffisant pour une fonction pour laquelle ce mode de rémunération est supposé être incitatif.
3	La sensibilité et la conjoncture boursière	La sensibilité devrait être indépendante quel que soit le sens des variations de la valeur actionnariale	La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise, en particulier pour les stock-options, est influencée par le sens de l'évolution des performances boursières
4	L'hypothèse politique de Roe (2001)	La rémunération devrait avoir un rôle plus incitatif aux Etats-Unis qu'en France	La sensibilité de la rémunération en France est plus forte que celle aux Etats-Unis.
5	Régulation implicite	Diminution de la sensibilité	La prise en compte des pressions régulatrices n'a fait diminuer que la sensibilité des stock-options.  Toutefois, le coefficient de détermination demeure très faible.

# DEUXIEME PARTIE : GOUVERNANCE DES ENTREPRISES ET SENSIBILITE DE LA REMUNERATION A LA PERFORMANCE

## 1. INTRODUCTION

La rémunération des dirigeants est un sujet qui fait présentement couler beaucoup d'encre dans les quotidiens et les revues d'actualité. Comme le révèle le Rapport Houillon «... *il ne s'est jamais passé plus de trois ans en France sans qu'un scandale sur la rémunération ou les indemnités de départ d'un dirigeant de grande entreprise cotée éclate ; se sont en effet succédées les affaires Messier (2002), Bernard (2005), Forgeard et Zacharias (2006), Tchuruk et Russo (2008), Morin (2009)* » (Rapport Houillon, 2009, p.9). Cette succession de scandales, sur fond de crise financière et de difficultés économiques, met en évidence que le débat sur la rémunération des dirigeants est loin d'être clos. Cette polémique soulève avec une acuité particulière la question de la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise. En effet, d'un point de vue théorique (la théorie de l'agence), la mise en place de contrats de rémunération peut aider à atténuer les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants et à inciter ces derniers à créer de la valeur pour les actionnaires (Baker et *al.*, 1988). Toutefois, les études empiriques concluent à une faible association entre la performance de l'entreprise et les salaires des dirigeants (Benito et Conyon, 1999 ; Alcouffe, 2007). Outre les problèmes méthodologiques, ce manque de robustesse peut s'expliquer par la non prise en compte de l'interaction qui peut exister entre la rémunération des dirigeants et les autres mécanismes de gouvernance. Etudier séparément la rémunération des dirigeants, sans tenir compte de son interrelation avec les autres mécanismes, peut conduire à une conception appauvrie de son lien avec la performance. Il serait donc plus judicieux d'analyser l'efficacité d'une politique de rémunération dans une perspective systémique, intégrant les autres mécanismes de gouvernance en même temps.

Ce travail a pour finalité d'examiner, en France, l'impact de certains mécanismes de gouvernance sur la politique de rémunération. Bien que l'étude de cette interaction soit réalisée par plusieurs chercheurs dans différents contextes (Cordeiro et Veliyath, 2003 pour le contexte américain ; Ozkan ; 2007 pour le contexte britannique), notre travail se différencie des autres recherches sur plusieurs plans. La première contribution de cet article est d'étudier l'influence des mécanismes de gouvernance sur la sensibilité de la rémunération à la

performance. En effet, plusieurs études se sont plutôt intéressées à l'impact de ces mécanismes sur le niveau de rémunération. Toutefois, selon les principes de la théorie de l'agence, ce n'est pas le niveau du salaire qui permet de tester l'alignement de la politique de rémunération avec la création de valeur, mais c'est plutôt le lien entre la performance de l'entreprise et la rémunération attribuée aux dirigeants.

Une deuxième contribution est d'examiner la relation entre la rémunération des dirigeants et les autres mécanismes de gouvernance dans le contexte français. En effet, les recherches antérieures ont été presque exclusivement réalisées dans le contexte américain. Le contexte français apparaît intéressant à analyser pour plusieurs raisons. Premièrement, ce contexte présente plusieurs particularités au niveau de la structure de propriété. En réalité, l'actionnariat français, à l'instar des autres pays de droit civil, est caractérisé par une forte concentration du capital et une faible protection légale des investisseurs (La Porta et *al.*, 2000). Dans ce sens, Faccio et Lang (2002) trouvent que 63% des entreprises de l'Europe de l'ouest sont caractérisées par une propriété concentrée avec un seuil de contrôle de 20% minimum. Ce pourcentage est de 79% si on ne tient pas compte du Royaume-Uni. Compte tenu de cette différence institutionnelle, il nous semble intéressant de vérifier si la relation entre la rémunération des dirigeants et les mécanismes de gouvernance des entreprises cotées en France est la même que celle vérifiée aux Etats-Unis. Or, une étude de La Porta et *al.* (1999) a démontré que le phénomène de la dispersion du capital est spécifique aux Etats-Unis et que la situation qui prévaut dans le reste du monde est différente. En effet, dans la plupart des pays à travers le monde (tel que la France), l'actionnariat est généralement concentré dans les mains d'actionnaires dominants. D'un point de vue théorique, la concentration de la propriété réduit le potentiel de coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Il en résulte une moindre nécessité de mettre en place des rémunérations incitatives, car les actionnaires ont des moyens d'exercer un contrôle fort sur les dirigeants (Cordeiro et Veliyath, 2003). Deuxièmement, les mécanismes de gouvernance ont connu de très grandes évolutions en France depuis 2001. Ainsi, sous la pression des rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002), les entreprises françaises ont multiplié l'instauration de comités spécialisés et, notamment, le comité de rémunération. En outre, les sociétés cotées se sont largement préoccupées de la nomination d'administrateurs indépendants et de la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général. Dans ce contexte, il nous apparaît judicieux d'examiner l'incidence de ces nouvelles dispositions en matière de gouvernance sur la politique de rémunération des dirigeants.

Cet article est structuré en trois parties. Nous exposons dans un premier temps le cadre d'analyse ainsi que la formalisation des hypothèses. Nous décrivons ensuite la méthodologie déployée. Et pour finir, nous présentons les résultats avant de discuter leurs conséquences théoriques.

## **2. REVUE DE LA LITTÉRATURE ET FORMULATION DES HYPOTHESES**

La théorie de l'agence se base sur le postulat que la séparation entre la propriété et la décision entraîne un risque de spoliation des intérêts des actionnaires par les dirigeants qui sont censés échapper à tout contrôle (Charreaux, 1999). Afin de résoudre ce problème, les actionnaires doivent mobiliser des processus et instruments de contrôle qui permettent d'inciter le dirigeant à œuvrer dans le sens de ses intérêts. Parmi ces moyens figure la rémunération des dirigeants. En effet, selon la théorie de l'agence, la politique de rémunération est un mécanisme important dans les entreprises où les dirigeants prennent des décisions qui ne peuvent être facilement contrôlées par les actionnaires (André et Schiehl, 2004). Ainsi, une politique de rémunération efficace peut amener à l'amélioration de la performance de l'entreprise en incitant les dirigeants à prendre des décisions conformes aux attentes des actionnaires (Barkema et Gomez-Mejia, 1998 ; Finkelstein et Boyd, 1998). Ce lien théorique entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle a fait l'objet de plusieurs études empiriques.

Murphy (1985) a été l'un des premiers chercheurs à trouver un lien fort entre la performance et la rémunération. Cette relation a également été confirmée par Hubbard et Palia (1995), Conyon et Peck (1998), David et *al.* (1998), Cormier et *al.* (1999) et Cordeiro et Veliyath (2003). Ce lien devient plus intense avec les formes de rémunération variables et, en particulier, les stock-options (Hall et Liebman, 1998). Toutefois, l'existence d'un lien de causalité entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise n'a pas été vérifiée de façon univoque, et ceci pour plusieurs raisons. D'abord, certaines études ont annoncé l'absence de lien (Gomez-Mejia et *al.*, 1987 ; Loderer et Martin, 1997 ; Cho, 1998 ; Poulain-Rem, 2000 ; Albouy, 2004 et d'Arcimoles et Le Maux, 2005<sup>50</sup>), voire l'identification d'un lien négatif (DeFusco et *al.*, 1991). Ensuite, d'autres travaux ont signalé que, même si ce lien existe, il n'est pas toujours significatif (O'Reilly et *al.*, 1988 ; Boyd, 1994 et Core et *al.*, 1999). Enfin, et en s'intéressant aux stock-options, certains auteurs ont montré l'absence

---

<sup>50</sup> Notons que ces trois dernières recherches ont porté sur un échantillon d'entreprises françaises.

de lien entre la performance de l'entreprise et le nombre d'options attribuées aux dirigeants (Yermack, 1995 ; Belzile et Viger, 2004 ; Magnan, 2006).

Deux causes expliquent le manque de convergence des résultats concernant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. Premièrement, les données et les méthodes d'analyse, qu'il s'agisse des techniques d'estimation ou de la variable dépendante (la performance), sont différentes d'une étude à une autre. Deuxièmement, la majorité des travaux ayant porté sur ce sujet ignore l'interdépendance qui peut exister entre la rémunération des dirigeants et les autres mécanismes de gouvernance.

En effet, pour mieux comprendre le rôle d'un mécanisme de gouvernance, il est nécessaire de tenir compte de son articulation avec d'autres mécanismes (Agrawal et Knoeber, 1996 ; Becher et Frye, 2011).

*« 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, 2006, p.121).

Deux mécanismes sont considérés substituables s'il est plausible d'envisager que l'un puisse remplacer l'autre, pour aboutir à un résultat équivalent. Deux mécanismes apparaissent complémentaires lorsque leurs rôles s'ajoutent et viennent se renforcer mutuellement, permettant ainsi d'atteindre un niveau de performance plus élevé (Agrawal et Knoeber, 1996). A cet égard, plusieurs études ont constaté l'existence d'une relation mutuelle et d'une forte interdépendance entre les différents mécanismes de gouvernance. Ainsi, Jensen et al. (1992) se sont intéressés à la relation entre l'actionnariat interne, la politique d'endettement et la politique de dividende. Ils concluent que les entreprises qui ont une propriété interne importante choisissent des niveaux de dividende et de dette moins élevés. Ceci confirme l'idée concernant la substituabilité entre ces trois mécanismes.

L'analyse empirique d'Agrawal et Knoeber (1996) sur 383 entreprises américaines en 1987 a validé l'interdépendance entre certains mécanismes de gouvernance. En effet, ils ont constaté que la concentration de la propriété et le marché du contrôle sont deux mécanismes complémentaires. D'un autre côté, ils ont trouvé qu'il y a une relation négative entre la concentration de la propriété et la propriété institutionnelle. Ils déduisent alors qu'il s'agit de deux mécanismes substituables. Dans la même veine, Switzer (2007) trouve qu'il existe une relation négative entre le conseil d'administration, la concentration de la propriété et la propriété managériale. Il conclut alors qu'il s'agit de mécanismes alternatifs de gouvernance.

Récemment, Setia-Atmaja et *al.* (2009) suggèrent que les entreprises familiales utilisent la dette comme un substitut à la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. Autrement dit, une diminution du niveau d'endettement pourrait entraîner une augmentation du nombre d'administrateurs indépendants.

En définitive, la littérature sur l'interdépendance entre les mécanismes de gouvernance est très riche. Toutefois, les liens les plus étudiés sont ceux qui peuvent exister entre la structure de la propriété, le conseil d'administration et le marché des prises de contrôle. Peu d'études se sont intéressées à l'imbrication de la rémunération des dirigeants avec d'autres mécanismes de gouvernance. Ainsi, Coles et *al.* (2001) trouvent que la composition du conseil d'administration et la sensibilité de la rémunération à la performance pouvaient se substituer. En effet, les entreprises avec un conseil d'administration majoritairement composé par de membres internes et ayant mis en place une politique de rémunération très incitative, avaient obtenu le même résultat (parfois supérieur) à celles ayant un plus grand nombre d'administrateurs indépendants.

Il apparaît donc nécessaire de compléter et d'approfondir l'analyse concernant les interactions entre la rémunération des dirigeants et les autres mécanismes de gouvernance. En effet, la compréhension, par exemple, de la relation entre rémunération et performance se conçoit difficilement sans prendre en considération l'intervention des autres mécanismes. En effet, il existe certains mécanismes qui déterminent la politique de rémunération (le comité de rémunération est conçu dans cet esprit) et d'autres qui sont mis en place indépendamment de la rémunération mais qui peuvent agir afin de modérer le risque de spoliation des intérêts des actionnaires par les dirigeants. Ce risque peut prendre la forme d'une rémunération abusive prélevée par le dirigeant au détriment des intérêts des actionnaires.

Nous allons donc examiner si l'association entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise est affectée ou non par la présence d'autres mécanismes.

Dans le cadre de cette étude, nous examinons plus particulièrement trois mécanismes de gouvernance : le conseil d'administration, le comité de rémunération et la structure de propriété. En fait, nous pensons que ces mécanismes sont les principaux garants d'une rémunération totalement liée à la performance organisationnelle. Par son rôle légal de protection des intérêts des actionnaires, le conseil d'administration devrait être attentif à ce que le niveau de rémunération des dirigeants ne soit pas excessif par rapport à la performance réalisée. Les études ayant testé la relation entre le conseil d'administration et la rémunération des dirigeants sont nombreuses et les résultats sont généralement contradictoires. D'une part, certains travaux ont montré que ces deux mécanismes sont supposés être complémentaires,

c'est-à-dire plus le contrôle exercé par le conseil est important, plus la rémunération est liée à la performance de l'entreprise. D'autre part, certaines études ont constaté qu'il s'agit plutôt de deux mécanismes substituables. En effet, si le niveau de contrôle est élevé, moins la rémunération incitative sera nécessaire pour aligner les intérêts et moins les dirigeants agiront de manière opportuniste. En outre, la présence d'actionnaires de contrôle, autres que le dirigeant, est susceptible de jouer un rôle particulièrement actif dans le processus de contrôle des dirigeants. On peut s'attendre à ce que les détenteurs d'un grand nombre d'actions influencent la rémunération des dirigeants en veillant à ce qu'elle ne soit pas excessive au regard de la performance de l'entreprise. Là encore les deux mécanismes peuvent être envisagés comme complémentaires. Toutefois, une participation du dirigeant devrait limiter le recours à la rémunération incitative. On parle donc d'une relation de substitution entre la propriété managériale et la rémunération. Cependant, il faut souligner que la relation entre ces deux mécanismes pourrait être analysée dans le cadre de la théorie de l'enracinement. Enfin, le comité de rémunération, par sa vocation même, devrait exercer un contrôle efficace de la politique de rémunération des dirigeants. On parle donc d'une relation de causalité.

## **2.1. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Le conseil d'administration occupe une place privilégiée parmi l'ensemble des mécanismes de gouvernance (internes ou externes, intentionnels ou non) qui sont censés protéger les intérêts des actionnaires contre l'abus potentiel des dirigeants (Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983 ; Charreaux et Pitol-Belin, 1985, Charreaux, 2000). Selon Fama et Jensen (1983), les conseils d'administration se comportent comme des dispositifs de contrôle qui aident à aligner les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants. Généralement, le conseil d'administration dispose de deux leviers pour faire pression sur la direction : la fixation de la rémunération et la révocation de l'agent (Jensen, 1993). Ces deux leviers permettent au conseil de préserver, de défendre ou de restaurer les intérêts des actionnaires.

La fonction disciplinaire exercée par le conseil d'administration est susceptible d'être influencée par plusieurs variables. En effet, la nature des administrateurs qui le composent ainsi que la dualité appartiennent aux variables qui peuvent influencer le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration.

### 2.1.1. La composition du conseil d'administration

Suite aux scandales financiers qui sont survenus pendant les années 1990 en Europe et dans les pays anglo-saxons (Enron, Vivendi Universal...), les conseils d'administration ont été critiqués : ils n'auraient pas été suffisamment vigilants dans la protection des intérêts des actionnaires.

Ces scandales ont amené divers organismes à publier des codes dits de « *bonnes pratiques de gouvernance* »<sup>51</sup>. Ces codes s'inscrivent dans une vision disciplinaire de la gouvernance, et considèrent le conseil d'administration comme l'organe principal de la surveillance des décisions prises et mises en œuvre par les dirigeants (Wirtz, 2008b).

Parmi les recommandations clés de l'ensemble de ces codes, figure l'indépendance des administrateurs. En effet, la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants a été identifiée comme une mesure visant à améliorer l'efficacité du fonctionnement du conseil.

À cet égard, le rapport Viénot (1999) souligne que « *la présence d'administrateurs réellement indépendants en nombre suffisant dans les Conseils d'administration et dans les comités du Conseil est un élément essentiel de la garantie de la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des actionnaires dans les décisions de la société.* » (Rapport Viénot 1999, p.17).

La notion d'indépendance est apparue en France pour la première fois dans le rapport Viénot de juillet 1995. Selon ce rapport, l'administrateur indépendant peut être défini comme « *une personne qui n'a aucun lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut ainsi être réputée participer en toute objectivité aux travaux du conseil.* » (Rapport Viénot 1995, p.13).

Le rapport Bouton de 2002, et dans un esprit de simplification, considère un administrateur indépendant tout administrateur qui « *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.* » (Rapport Bouton 2002, p.9). Ce rapport a défini également les critères d'indépendance d'administrateur (Annexe 3).

Toutefois, il est important de distinguer un administrateur externe (Fama et Jensen, 1983) d'un administrateur indépendant. En effet, le statut d'externe converge avec un seul critère sur l'ensemble des critères définis par le rapport Bouton à savoir « *ne pas être salarié ou mandataire social de la société* » (Wirtz, 2008a). Donc, un administrateur indépendant peut être qualifié d'externe, mais un administrateur externe n'est pas forcément indépendant.

---

<sup>51</sup> La loi Sarbanes Oxley (2002) aux États-Unis, le rapport Cadbury (1992) en Grande-Bretagne, les deux rapports Viénot (1995, 1999) et le rapport Bouton (2002) en France.

La formalisation de la mission des administrateurs indépendants relève de la théorie de l'agence.

Il est vrai que les administrateurs internes sont une source importante d'informations spécifiques pour réduire l'asymétrie d'information entre le conseil d'administration et le dirigeant (Fama et Jensen, 1983 ; Raheja, 2005), mais ils sont en mesure de contourner les objectifs à cause de l'absence d'indépendance. Charreaux et Pitol-Belin précisent que l'objectif de la nomination des administrateurs indépendants est « *de fournir au conseil des compétences, un jugement objectif, de constituer un élément régulateur et d'assurer que la performance des dirigeants réponde aux normes habituelles* » (Charreaux et Pitol-Belin, 1992, p.85). L'introduction des administrateurs indépendants apparaît donc indispensable afin de limiter les risques de collusion entre administrateurs et dirigeants (Jensen, 1993 ; Fama et Jensen, 1983).

Ainsi, une proportion croissante d'administrateurs indépendants augmente la capacité du conseil à être objectif concernant les prises de décisions, et en particulier celle de la rémunération des dirigeants. Broye et Moulin (2010) suggèrent que les administrateurs indépendants seraient plus vigilants à ce que le niveau de rémunération ne soit pas excessif au regard de la performance de l'entreprise. En effet, les administrateurs indépendants seraient plus motivés à prendre sérieusement leur responsabilité afin de maintenir leur réputation (Fama et Jensen, 1983). Quant aux administrateurs internes, ils ont peu d'intérêt à s'opposer au dirigeant, notamment pour contester un niveau de rémunération jugé excessif. Le dirigeant étant leur patron, ils seront peu enclins à le prendre à rebours (Bebchuk et Fried, 2006). En conclusion, un conseil avec une proportion élevée de membres indépendants devrait avoir un impact positif sur le niveau de contrôle et, par la suite, un pouvoir politique<sup>52</sup> important dans la détermination des contrats de rémunération. Autrement dit, les administrateurs indépendants seraient moins complaisants au regard des contrats de rémunération des dirigeants (Magnan et al., 1999).

Les résultats empiriques sont souvent contradictoires sur cette problématique. En effet, Lambert et al. (1993), Boyd (1994), Hallock (1997), Core et al. (1999) et Ozkan (2007) trouvent que la rémunération globale attribuée aux dirigeants s'avère plus élevée lorsque la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil est faible. En revanche, Hermalin et Weisbach (1988), Finkelstein et Hambrick (1989), Conyon et Peck (1998),

---

<sup>52</sup> Selon Magnan et al. (2000), la rémunération des dirigeants est perçue comme une transaction politique dans le sens où elle remet en question le pouvoir réel des conseils d'administration dans la détermination des rémunérations des dirigeants.

Cordeiro et Veliyath (2003) et Broye et Moulin (2010) trouvent que la composition du conseil d'administration n'a aucun impact sur la rémunération des dirigeants. David et *al.* (1998) et Cyert et *al.* (2002), quant à eux, trouvent que les administrateurs indépendants ont tendance à « gonfler » la rémunération des dirigeants d'entreprises où ils siègent. Ceci pourrait s'expliquer par le fait que les administrateurs indépendants utilisent cette rémunération comme un critère de comparaison quand ils négocient ou renégocient leur propre rémunération.

Notons enfin que, contrairement, aux principes de la théorie de l'agence, la plupart de ces études se limitent à tester l'impact de la composition du conseil d'administration sur le niveau de rémunération. Il nous semble donc intéressant de vérifier si le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises, mesuré par la sensibilité des rémunérations, est influencé ou non par la présence d'un grand nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration.

Ainsi, en se référant à la théorie de l'agence, la fonction disciplinaire exercée par le conseil d'administration est susceptible d'être plus efficace quand les administrateurs sont considérés indépendants. Par conséquent, nous supposons que les entreprises qui comptent une plus grande proportion d'administrateurs indépendants attribuent des rémunérations qui sont plus en adéquation avec la performance de l'entreprise.

***H1 : La présence d'un grand nombre d'administrateurs indépendants renforce le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance.***

### **2.1.2. La structure du pouvoir**

En France, les entreprises ont la possibilité de choisir entre deux structures d'organisation du pouvoir du conseil d'administration. La première est une structure moniste qui réunit la gestion et le contrôle. La deuxième est une structure duale qui sépare ces deux fonctions. Notons que pour cette structure, on peut distinguer deux cas. Tout d'abord la structure empruntée au droit allemand, dans laquelle les deux fonctions de gestion et de contrôle sont assignées respectivement à un directoire et à un conseil de surveillance. Ensuite, et depuis la loi NRE (2001), la structure dite « *moniste avec séparation des fonctions* » : Président et Directeur général sont deux fonctions dissociées au sein du conseil.

Dans le cadre disciplinaire de la théorie de l'agence, pour que le conseil d'administration soit efficace, il est nécessaire de dissocier les fonctions de contrôle et de direction (Jensen, 1993).

Selon Godard et Schatt (2005), l'adoption d'une structure moniste peut s'avérer risquée pour les actionnaires, dans la mesure où elle favorise la protection du dirigeant en diminuant le niveau de contrôle du conseil. De plus, ce cumul des fonctions peut être à l'origine d'un comportement opportuniste et inefficace de la part du dirigeant qui aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Dans ce sens, des études empiriques ont relevé un effet négatif du cumul des fonctions sur la performance de l'entreprise. Pi et Timme (1993) ont montré que le rendement des actifs (*ROE*) est élevé et les coûts sont faibles dans les entreprises à conseil dual. Baglia et *al.* (1996) montrent que les firmes qui ont changé de structure (de la structure unitaire vers la structure duale) ont réalisé de meilleures performances à long terme que celles qui ont maintenu la structure moniste. En revanche, Boyd (1994), Brickley et *al.* (1994) et Godard et Schatt (2000) trouvent que le cumul des fonctions améliore la performance de la firme. Outre la performance de l'entreprise, le cumul des fonctions peut également influencer la rémunération des dirigeants. Selon la théorie de l'agence, si le dirigeant cumule les deux fonctions de contrôle et de direction, il peut disposer de plus d'autorité pour contrôler les décisions prises par le conseil. Ce cumul des fonctions peut favoriser aussi la nomination d'administrateurs prédisposés à servir les intérêts des dirigeants, notamment une rémunération élevée et déconnectée de la performance réalisée. On s'attend donc à ce que le cumul des fonctions ait un impact négatif sur le niveau de contrôle et, par conséquent, positif sur la rémunération des dirigeants, indépendamment de la performance. Les études qui ont essayé de tester le lien entre la structure du conseil et la rémunération des dirigeants sont nombreuses et présentent des résultats contradictoires. D'une part, Brickley et *al.* (1994) ; Morin (1996) ; David et *al.* (1998) et Cyert et *al.* (2002) trouvent que les dirigeants des sociétés à conseil dual perçoivent des niveaux de rémunération plus bas par rapport aux dirigeants des sociétés à conseil moniste. D'autre part, Conyon et Leech (1994), Conyon et Peck (1998) et Cordeiro et Veliyath (2004) montrent que la séparation des fonctions n'a aucun impact sur la rémunération des dirigeants. Comme pour la composition du conseil, la plupart de ces études mettent en évidence l'impact de la structure du pouvoir sur le niveau de la rémunération. Or, comme nous l'avons exposé, l'approche de la gouvernance que nous avons adoptée est une vision systémique du dispositif. Ainsi, et en accord avec la théorie de l'agence, nous pouvons nous attendre à ce que la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance soit plus forte dans les entreprises à conseil dual.

***H2 : La séparation des fonctions de président du conseil et celle de directeur renforce la sensibilité de la rémunération à la performance.***

Selon la théorie de l'agence, le conseil d'administration est considéré comme un dispositif de contrôle qui aide à aligner les intérêts des actionnaires sur ceux des dirigeants (Fama et Jensen, 1983). Son travail consiste à embaucher, à licencier et en particulier à rémunérer les dirigeants (Jensen, 1993). Ainsi, le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration peut avoir un impact sur la détermination de la rémunération des dirigeants. Un plus grand niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration est théoriquement relié à un lien plus étroit entre la rémunération des dirigeants et le rendement organisationnel.

Théoriquement, plusieurs variables peuvent avoir une influence sur le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration (sa composition et le cumul des fonctions) et par conséquent sur la détermination de la rémunération des dirigeants. Toutefois, les études empiriques testant le lien entre ces variables et la rémunération des dirigeants n'ont pas abouti à des résultats concluants.

Même si les premiers travaux sur le rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants se sont focalisés sur le rôle du conseil d'administration, d'autres mécanismes peuvent influencer cette rémunération (d'autant plus que l'impact du conseil d'administration sur la rémunération s'est révélé peu significatif). Parmi ces mécanismes, nous retrouvons le comité de rémunération. En effet, depuis la publication des codes de « *bonnes pratiques de gouvernance* », le conseil d'administration peut être assisté par un comité de rémunération, formé en son sein, dans les prises de décisions et, notamment, en matière de rémunération des dirigeants. L'impact de la présence de cet organe sur la détermination de la rémunération des dirigeants a fait l'objet de nombreuses études. L'objectif de notre prochain développement est de mettre l'accent sur cette littérature.

## **2.2. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET COMITE DE REMUNERATION**

Les récentes affaires qui ont marqué l'actualité financière ces dernières années ont mis l'accent sur la crédibilité des décisions du conseil d'administration et en particulier celle de la rémunération des dirigeants. Afin d'aider le conseil à bien définir et à suivre la mise en place de la politique de rémunération des dirigeants, les codes de « *bonnes pratiques de gouvernance* » préconisent aux entreprises de mettre en place des comités de rémunération.

Il s'agit d'un sous-comité du conseil d'administration composé d'un nombre restreint d'administrateurs, qui est chargé de définir les règles de fixation de la rémunération variable et de veiller à la cohérence de ces règles avec l'évaluation annuelle de la performance réalisée par les dirigeants. Ces règles doivent être ensuite validées par le conseil d'administration (Barkema et Gomez-Mejia, 1998).

Notons que la constitution de ces comités n'est pas une obligation, mais qu'elle reste à l'initiative de la société. Toutefois, la pratique atteste que la quasi-totalité des grandes sociétés cotées a instauré le comité de rémunération auprès de leur conseil d'administration. D'après une étude réalisée par Korn Ferry International (2007), les comités de rémunération au sein des sociétés du CAC 40 se sont multipliés ces dernières années : 60 % des sociétés avaient instauré un comité de rémunération en 1996 contre 97,5 % en 2006.

La mise en place d'un comité de rémunération s'accorde avec les prédictions de la théorie de l'agence, qui défend la séparation entre la gestion et le contrôle (Fama et Jensen, 1983). En effet, la présence d'un comité de rémunération est dédiée à la prévention des comportements managériaux opportunistes (Piot, 2006). En son absence, les dirigeants disposent d'une grande latitude managériale pour augmenter eux-mêmes leur rémunération, sans que cela soit conforme aux intérêts des actionnaires (Conyon et Peck, 1998).

La présence du comité de rémunération va donc permettre *a priori* au conseil d'administration de prendre des décisions « éclairées » en matière de rémunération des dirigeants en établissant les indicateurs de performance sur lesquels la partie variable de la rémunération des dirigeants sera fixée.

Plusieurs études ont testé le rôle de cet organe dans le processus de décision de la rémunération des dirigeants. Ces études ont montré des résultats mitigés. D'Arcimoles et Le Maux (2005) confirment que la présence des comités de rémunération dans les 75 sociétés du SBF120 est liée à une rémunération globale moins élevée<sup>53</sup>. Main et Johnston (1993), Conyon et Peck (1998) et Broye et Moulin (2010) trouvent toutefois que la rémunération des dirigeants est plus élevée dans les entreprises qui disposent d'un comité de rémunération.

Compte tenu des principes de la théorie de l'agence, nous supposons que la présence d'un comité de rémunération sera associée à des rémunérations qui sont davantage liées à la performance de l'entreprise.

---

<sup>53</sup> Les auteurs trouvent cette relation dans le cas où aucune mesure de performance n'est testée. Toutefois, lorsque les mesures de performance sont introduites, la relation devient non significative.

***H3 : La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance est beaucoup plus importante en cas de présence d'un comité de rémunération.***

Outre l'existence d'un comité de rémunération, sa composition peut également avoir un impact sur la rémunération des dirigeants. (Daily et *al.*, 1998 et Newman et Mozes, 1999).

En effet, la présence d'administrateurs indépendants au sein du comité de rémunération leur permet d'agir potentiellement comme décideurs objectifs et fera en sorte que la rémunération des dirigeants soit fixée à des niveaux appropriés (Mangel et Singh, 1993).

De même, et selon Newman et Mozes (1999), les administrateurs internes peuvent biaiser les décisions en matière de rémunération des dirigeants. Bebchuk et Fried (2006) ajoutent aussi que les membres internes d'un comité de rémunération ne sont pas en mesure de refuser une rémunération qui leur semble élevée puisque le dirigeant est leur patron : il a le pouvoir de sanctionner un comportement qui nuit à ses intérêts.

Barkema et Gomez-Mejia (1998) signalent que le rôle du comité de rémunération dans la détermination des rémunérations des dirigeants est susceptible d'être plus efficace si les administrateurs sont réputés indépendants de l'équipe dirigeante.

Empiriquement, les travaux sont peu nombreux et les résultats sont peu probants. Newman et Mazes (1999), en utilisant un échantillon de 161 firmes américaines sur la période de 1991 à 1992, montrent que la rémunération globale des dirigeants est plus élevée lorsque le pourcentage d'administrateurs internes est important. Daily et *al.* (1998), en testant un échantillon composé de 200 sociétés appartenant à *Fortune 500* en 1992, ne trouvent pas de lien significatif entre la présence d'administrateurs indépendants dans le comité de rémunération et la rémunération des dirigeants. Main et Johnston (1993) et Conyon et Peck (1998) trouvent quant à eux que la rémunération des dirigeants est plus élevée lorsque la proportion des membres indépendants au sein du comité de rémunération des entreprises britanniques est importante. D'après ces auteurs, ce résultat peut être expliqué par la théorie des processus de comparaison sociale (Westphal et Zajac, 1995 ; O'Reilly et *al.*, 1998).

Cette théorie, développée pour la première fois par Festinger (1954), s'applique à la formation des opinions et à l'évaluation des aptitudes des personnes. Selon Festinger (1954), en l'absence de certitudes quant à ses opinions ou à ses aptitudes, l'individu se sert d'autrui comme référence. Cette théorie conduit à penser que les administrateurs indépendants au sein du comité de rémunération, qui sont souvent des dirigeants dans d'autres entreprises, apprécieront le caractère raisonnable de la rémunération du dirigeant en prenant pour référence leur propre salaire (Broye et Moulin, 2010).

Ayant adopté la théorie de l'agence comme ancrage théorique, nous supposons que lorsque le comité de rémunération est composé de membres indépendants, les pratiques de rémunération sont davantage basées sur la performance de l'entreprise.

***H4 : La présence d'une grande proportion d'administrateurs indépendants au sein du comité de rémunération renforce la sensibilité de la rémunération à la performance.***

Parmi les « *bonnes pratiques* » en matière de gouvernance des entreprises, on retient l'instauration d'un comité de rémunération chargé de formuler des propositions au conseil concernant la politique de rémunération des dirigeants, en particulier la partie variable.

Selon la théorie de l'agence, l'existence de cet organe peut renforcer le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise (Conyon et Peck, 1998). L'indépendance de cet organe renforcerait l'efficacité de son rôle dans la détermination de la rémunération des dirigeants. Empiriquement, et dans la plupart des cas, la présence du comité de rémunération ainsi que sa composition n'ont pas un impact significatif sur la rétribution des dirigeants.

Outre le comité de rémunération, la structure de propriété peut agir comme un moyen de contrôle et, par conséquent, elle pourra avoir une influence sur la politique de rémunération des dirigeants.

### **2.3. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET STRUCTURE DE PROPRIETE**

Plusieurs travaux théoriques et empiriques ont démontré que la structure de propriété peut constituer un système de contrôle efficace des dirigeants et affecte la stratégie et la performance de l'entreprise.

La plupart de ces recherches ont porté essentiellement sur deux dimensions principales à savoir la concentration du capital et la nature des actionnaires.

Ainsi, d'après Ginglinger (2002), la concentration du capital et la nature des actionnaires sont autant de situations dans lesquelles on peut constater une atténuation ou un déplacement des conflits. Dans ce sens, la structure de propriété peut constituer, lorsque certaines conditions sont présentes (concentration du capital et nature des actionnaires), un facteur déterminant dans l'analyse de la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise.

### 2.3.1. La concentration du capital

Selon la théorie de l'agence, la concentration du capital peut être un mécanisme de contrôle efficace des dirigeants (Amihud et Lew, 1981 ; Jensen, 1990 ; Denis et *al.*, 1997). En effet, dans une firme dont le capital est très dispersé, un actionnaire minoritaire n'est pas incité à engager des ressources pour exercer un contrôle sur les dirigeants. En réalité, la principale préoccupation d'un actionnaire individuel est le rendement de ses actions et non pas la gestion ou le contrôle de la firme. À cet égard, seulement 4 % des actionnaires individuels se déplacent pour assister aux assemblées générales des sociétés françaises (Mtanios et Paquerot, 1999). Une telle situation peut entraîner des comportements de « *free-rider* » ou de passager clandestin puisqu'aucun actionnaire n'est incité à s'investir dans le contrôle des dirigeants (Paquerot, 1997). En revanche, un actionnaire possédant une participation significative au sein du capital d'une entreprise a intérêt à assurer lui-même le contrôle de la gestion de la firme puisqu'il s'approprie une partie des gains apportés (Bancel, 1997 ; Alexandre et Paquerot, 2000). Grâce aux droits de vote qu'il détient, un actionnaire majoritaire peut exercer directement son contrôle des dirigeants, ou indirectement en influençant les actionnaires minoritaires afin qu'ils le soutiennent en cas d'opposition avec la direction de l'entreprise.

Ainsi, une concentration élevée du capital entre les mains d'un nombre réduit d'actionnaires permet de contrôler davantage les dirigeants. Le rôle du système d'incitation devient donc de moindre ampleur. Il s'ensuit que la concentration du capital et la rémunération des dirigeants sont théoriquement deux mécanismes substituables.

Empiriquement, de nombreuses études corroborent l'hypothèse selon laquelle un actionnaire majoritaire agit sur la rémunération des dirigeants dans l'intérêt de tous les actionnaires (David et *al.*, 1998 ; Cyert et *al.*, 2002 ; Cordeiro et Veliyath, 2003).

Toutefois, et en se référant à la théorie de l'enracinement, le pouvoir des détenteurs de blocs de contrôle peut être altéré (Bancel, 1997 ; Alexandre et Paquerot, 2000). En effet, ces actionnaires peuvent se retrouver avec un portefeuille moins diversifié que les actionnaires minoritaires<sup>54</sup>, d'où une aversion au risque très importante. Une telle stratégie peut exposer les actionnaires majoritaires aux effets de la stratégie d'enracinement des dirigeants (Alexandre et Paquerot, 2000). En effet, lorsque ces derniers ont construit une forte complémentarité entre les actifs et leur capital humain, les actionnaires majoritaires sont sensibles aux pertes liées à la disparition des rentes managériales en cas de changement du dirigeant.

---

<sup>54</sup> En effet, les actionnaires majoritaires ont choisi de posséder une part importante du capital de l'entreprise pour mieux contrôler le dirigeant.

La question entre la concentration du capital et l'efficacité de la discipline exercée par les actionnaires est donc complexe. Conformément à Roe (2001), nous considérons que la concentration de la propriété réduit le potentiel de coûts d'agence et, donc, la nécessité de mettre en place un système incitatif fort.

*H5 : Dans la mesure où les actionnaires majoritaires ont le pouvoir de discipliner directement les dirigeants, on peut s'attendre à ce qu'il y ait un besoin moindre de rémunération incitative pour obtenir un alignement des intérêts.*

D'autres caractéristiques de la structure de propriété sont supposées influencer la rémunération des dirigeants, notamment la nature des actionnaires.

### **2.3.2. La nature des actionnaires**

Selon la théorie de l'agence, la nature des actionnaires peut contraindre efficacement la gestion du dirigeant et par conséquent la détermination de sa rémunération. Certains actionnaires sont supposés être plus efficaces pour exercer de contrôle en raison de leur nature, des caractéristiques qu'ils présentent ainsi que de leur incitation à exercer le contrôle compte tenu de son faible coût et de sa rentabilité.

De nombreuses études ont cherché à mettre en évidence la relation qui peut exister entre la nature des actionnaires et la rémunération des dirigeants. Dans ce point, nous nous focalisons sur trois types d'actionnariat : l'actionnariat des dirigeants, l'actionnariat des institutionnels et l'actionnariat des salariés.

#### **2.3.2.1. L'actionnariat des dirigeants**

La théorie de l'agence a accordé une attention particulière à l'actionnariat du dirigeant en tant que variable importante dans l'explication de la performance.

La détention par le dirigeant d'une part du capital constitue un mécanisme pour l'inciter à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires (Berle et Means, 1932 ; Cole et Mehran, 1998). En effet, le comportement d'un dirigeant dépend de la part du capital qu'il détient. Plus cette part est importante, plus la divergence d'intérêts est théoriquement faible (Jensen et Meckling, 1976). Selon Charreaux (1996), il s'agit d'une thèse de convergence des intérêts.

Dans cette thèse, le dirigeant veille à ce que les investissements soient réalisés dans des projets qui augmentent la valeur de l'entreprise. Il s'ensuit que les dirigeants ayant une fraction du capital très importante limiteraient leur comportement opportuniste.

Ainsi, l'actionnariat du dirigeant devrait éviter le risque d'une politique de rémunération excessive au détriment des autres actionnaires (Broye et Moulin, 2010).

Plusieurs études ont tenté de tester la relation entre la part du capital détenu par un dirigeant et sa rémunération. Les résultats empiriques de ces études sont contradictoires. En effet, Lambert et *al.* (1999), Harvey et Shrieves (2001), Miller et *al.* (2002), Ryan et Wiggins (2002) et Anderson et Bizjak (2003) trouvent une relation négative entre la rémunération des dirigeants et la part du capital qu'ils détiennent. En fait, le dirigeant possédant une fraction importante du capital compense sa faible rémunération par les dividendes qu'il peut tirer en tant qu'actionnaire. Toutefois, Finkelstein et Hambrick (1989) et Broye et Moulin (2010) n'ont trouvé aucune relation significative entre l'actionnariat du dirigeant et sa rémunération. Quant à Cyert et *al.* (2002), ils ne corroborent pas l'idée qu'un dirigeant ayant une part importante du capital aura une rémunération moins élevée.

Cette contradiction peut être expliquée par le fait que la thèse de la convergence des intérêts ne fait pas l'unanimité dans la littérature. Charreaux (1996) signale qu'il existe des approches concurrentes (thèse de neutralité et thèse d'enracinement) qui émettent d'autres hypothèses. Ainsi, dans le cadre de la thèse de neutralité, Demsetz (1983) pense que la structure de propriété n'a pas d'influence sur la performance de l'entreprise. Selon cette thèse, toutes les structures seraient équivalentes puisque la performance des firmes est essentiellement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise.

En outre, et en se référant à la théorie de l'enracinement, Charreaux (1996) indique que les dirigeants qui possèdent une part importante du capital peuvent utiliser leurs droits de vote pour s'enraciner et pour échapper à tout contrôle. Dans cette conception, les dirigeants sont censés avoir une influence non seulement sur les décisions opérationnelles, mais aussi sur les décisions du conseil (Finkelstein et Hambrick, 1989). À cet égard, ils seront en mesure d'influencer leur propre rémunération.

Étant donné que nous avons utilisé la théorie de l'agence comme référence théorique, nous adoptons donc la thèse de convergence des intérêts et, par la suite, nous supposons que les dirigeants détenant de grands blocs d'actions veillent à ce que leur rémunération ne soit pas excessive au regard de la performance de l'entreprise.

***H6 : La part de capital détenu par les dirigeants a une incidence positive sur la sensibilité de leur rémunération à la performance.***

Outre l'actionnariat du dirigeant, il existe d'autres caractéristiques concernant la structure de propriété qui permettent d'accroître potentiellement l'efficacité du contrôle exercé sur la gestion des entreprises. Les actionnaires institutionnels peuvent jouer un rôle déterminant pour la performance de la firme et pour la rémunération des dirigeants (Gomez-Mejia, 1994).

#### 2.3.2.2. L'actionnariat des institutionnels

Les investisseurs institutionnels « *sont des organismes financiers qui, en raison de leur nature ou de leurs statuts, sont tenus de placer une grande partie des ressources qu'ils collectent en instruments financiers* » (Bonneau et Brummond, 2005, p. 430). Jeffers et Plihon (2002) distinguent quatre catégories principales d'investisseurs institutionnels : les fonds de pension, les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds spéculatifs.

Ces dernières années, les entreprises ont connu une évolution importante de l'actionnariat des investisseurs institutionnels. Selon Peyrelevade (1999), ces derniers possèdent environ 60 % du capital des entreprises aux États-Unis, 75 % en Grande-Bretagne et 50 % en France.

Selon la théorie de l'agence, les actionnaires institutionnels peuvent jouer un rôle important dans la résolution des conflits d'intérêts au sein des organisations. En occupant des sièges au sein du conseil d'administration et en investissant dans la recherche et le traitement d'informations, les actionnaires institutionnels sont supposés exercer un contrôle plus rigoureux de l'équipe dirigeante dans un but de maximisation de la performance des firmes (Gilson, 1990 ; Smith, 1996 ; David et *al.*, 1998). De même, la présence de ces partenaires peut réduire le problème de passager clandestin (Agrawal et Mandelker, 1992).

Donc, la présence des actionnaires institutionnels peut entraîner un plus grand contrôle et un examen plus minutieux des dirigeants et du conseil d'administration (Bebchuk et Fried, 2003). Ainsi, une plus grande concentration d'actionnaires institutionnels pourrait affecter la rémunération des dirigeants (Hartzell et Starks, 2003 ; David et *al.*, 1998 ; Gallagher et *al.*, 2006). Dans ce cadre, les investisseurs institutionnels, et en particulier les fonds de pension américains, ont joué un rôle très important dans l'apparition et la diffusion des règles de « *bonnes pratiques* » de gouvernance (Wirtz, 2008a), et notamment en matière de rémunération des dirigeants. A titre d'exemple, le plus important fond de pension aux États-Unis, *California Public Employees' Retirement System (CalPERS)*, a adopté le 16 juin 2003 de nouvelles normes concernant l'attribution d'options d'achat d'actions pour les dirigeants des

mille plus grandes sociétés dans lesquelles il a investi. Désormais, pour obtenir l'approbation de *CalPERS*, une attribution devra remplir deux conditions : les cinq plus hauts dirigeants de l'entreprise ne devront pas recevoir plus de 5 % des options d'achat d'actions, et les dirigeants devront attendre au moins quatre ans avant d'exercer leurs options<sup>55</sup>.

Empiriquement, les études qui ont essayé de tester le lien entre l'actionnariat des institutionnels et la rémunération des dirigeants ne sont pas nombreuses et les résultats sont toujours contradictoires. David et *al.* (1998), en utilisant un échantillon de 125 firmes américaines de 1990 à 1994, trouvent une relation négative entre la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la rémunération des dirigeants. De même, et sur un échantillon de 1914 firmes américaines entre 1991 et 1997, Hartzell et Starks (2002) montrent que le pourcentage d'actions détenus par les cinq premiers actionnaires institutionnels a un impact négatif sur la rémunération des dirigeants. Alors qu'en étudiant le contexte français, Broye et Moulin (2010) trouvent que la présence des investisseurs institutionnels n'a aucun impact sur la rémunération des dirigeants.

Ceci étant, nous tenons également de signaler que les investisseurs français et étrangers ne sont pas soumis aux mêmes contraintes, surtout en termes de différence des régimes légaux en France et ailleurs. En effet, les actionnaires des fonds de pensions américains ou britanniques peuvent entreprendre des actions judiciaires contre les institutions dans lesquelles ils ont investi leurs capitaux si elles ont pris des décisions qui ne se conforment pas à leurs intérêts (Mtianos et Paquerot, 1999). Ce n'est pas le cas en France, d'où le rôle passif attribué aux institutionnels français qui sont censés être faiblement incités à assurer un suivi strict et à s'investir dans le contrôle des entreprises où ils placent leurs fonds (Baudru et Lavigne, 2001).

Dans le cadre de ce travail, nous n'avons pas fait la distinction entre les investisseurs français et étrangers. En adoptant le cadre de la théorie de l'agence, on peut s'attendre à ce que les investisseurs institutionnels qui sont censés être bien informés aient une grande capacité à vérifier la cohérence de la politique de rémunération des dirigeants avec la performance de l'entreprise.

***H7 : La présence des investisseurs institutionnels a un impact positif sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance.***

---

<sup>55</sup> <http://www.ftq.qc.ca/modules/nouvelles/nouvelle.php?id=1198&langue=fr&imprime=1>

Outre l'actionnariat des institutionnels, la participation des salariés dans le capital de l'entreprise peut avoir un impact sur le contrôle de l'équipe dirigeante, et par conséquent sur la politique de rémunération des dirigeants.

#### 2.3.2.3. L'actionnariat des salariés

La Fédération française des Actionnaires Salariés (FAS) définit l'actionnariat salarié comme « *un actionnaire qui a acquis des actions de l'entreprise qui l'emploie, lors d'opérations 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 a connu une progression constante durant ces dernières années. Selon la FAS (2008), le nombre des actionnaires salariés est passé de 700000 en 1998 à 2,5 millions en 2008. Soit une entreprise cotée sur trois.<sup>56</sup>

L'actionnariat salarié est géré le plus souvent au sein d'un Plan Epargne Entreprise (PEE). Il s'agit d'un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés de l'entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières.<sup>57</sup> Le montant d'épargne salariale dans le cadre d'un PEE est en pleine croissance ces dernières années puisqu'on compte 6000 millions d'euros en 2000 contre près de 10000 millions d'euros en 2007 (FAS, 2010).

Dans le cadre de la théorie de l'agence, la présence des actionnaires salariés aux assemblées d'actionnaires et au conseil d'administration permet l'exercice d'un contrôle efficace des dirigeants (Desbrières, 2002). En effet, en devenant actionnaires de leurs entreprises, les salariés peuvent encourir un risque résiduel par rapport aux autres actionnaires puisqu'ils sont apporteurs à la fois du capital humain et des ressources financières (Blair et *al.*, 2000). De même, la présence des salariés actionnaires dans les organes de contrôle leur permet de bénéficier d'un avantage informationnel supplémentaire. Outre les informations privées qu'ils détiennent, les salariés actionnaires peuvent obtenir d'autres informations dans le cadre des assemblées des actionnaires.

Dans ce contexte, les salariés actionnaires peuvent jouer un rôle important dans le système de gouvernement d'entreprise grâce au cumul des deux statuts (salarié et actionnaires) qui leur permet de disposer d'avantages informationnels (Zolezzi, 2004 ; Poulain-Rehm, 2006).

---

<sup>56</sup> Ce résultat varie selon l'indice boursier : la majorité des entreprises du CAC 40 ont des actionnaires salariés et 145 entreprises seulement sur les 250 appartenant à l'indice SBF250.

<sup>57</sup> Art. L443.1 du code du travail.

Dans cette perspective, Desbrières (2002) considère l'actionnariat des salariés comme un moyen de réduction des conflits entre les actionnaires et les dirigeants dus à des divergences d'horizon, à la manipulation par les dirigeants d'informations spécifiques concernant à la fois leurs efforts et leurs compétences et surtout à la propension qu'ont les dirigeants à s'auto désigner comme principale source de productivité et d'innovation dans l'entreprise ce qui justifie l'accroissement de leurs rémunérations.

À cet égard, et en se référant à la théorie de l'agence, la présence des salariés actionnaires au sein d'organes de contrôle peut avoir une influence sur la rémunération des dirigeants, en veillant à ce qu'elle ne soit pas excessive au regard de la performance de l'entreprise.

Toutefois, cet aspect du contrôle des dirigeants par les salariés est ambigu. En effet, la présence de salariés actionnaires au sein du conseil peut faciliter l'enracinement des dirigeants au détriment des intérêts des autres actionnaires (Gordon et Pound, 1990 ; Chaplinsky et Niehaus, 1994 ; Desbrières, 1997 ; Gamble, 2000). Dans le cadre de la relation dirigeant-salariés, deux mécanismes peuvent renforcer la dépendance des salariés envers leur dirigeant : les contrats implicites (promesses d'augmentation des salaires, d'évolution, de formation...) et les éventuelles stratégies de coopération (Gamble, 2000).

Généralement, les contrats implicites peuvent permettre aux dirigeants de neutraliser le contrôle exercé par le conseil d'administration en obtenant le soutien des salariés en cas de conflits d'intérêts avec les autres actionnaires (Parrat, 1999 ; Stern et Hammer, 1978).

En outre, les salariés actionnaires ont tendance à s'opposer aux prises de contrôle dont ils peuvent être victimes. D'ailleurs, l'actionnariat salarié peut être considéré comme un mécanisme anti-OPA (Gordon et Pound, 1990). En effet, plusieurs études ont montré que les dirigeants et les salariés peuvent s'allier contre une OPA (Chang, 1990 ; Gamble, 2000 ; Pagano et Volpin, 2005 ; Rauh, 2006). Donc, afin de sauvegarder leur emploi et leur capital humain, les salariés actionnaires sont instrumentalisés à leur insu pour faire échouer d'éventuelles prises de contrôle hostiles (Trébucq, 2002). Dans ces circonstances, l'actionnariat salarié n'assure plus une discipline sur les dirigeants, au contraire il va plutôt renforcer leur position (Pendleton, 2001).

Dans la mesure où nous adoptons la perspective de la théorie de l'agence, nous supposons donc la convergence des intérêts. Ainsi, on peut s'attendre à ce que la présence d'administrateurs représentant les actionnaires salariés accroît le pouvoir du conseil à attribuer des rémunérations en adéquation avec la performance réalisée, car les salariés réduisent potentiellement l'asymétrie d'information et leur statut d'actionnaire est susceptible de permettre une convergence des intérêts

***H8: Lorsque les salariés détiennent de grands blocs d'actions, la rémunération des dirigeants est étroitement liée à la performance de l'entreprise.***

Selon le cadre de l'agence, la structure de propriété est susceptible de jouer un rôle particulièrement actif dans le processus de détermination de la rémunération des dirigeants (Boyd, 1994 ; Gomez-Mejia et *al.*, 1987). Plusieurs travaux se sont intéressés à la concentration du capital et à la nature des actionnaires pour mesurer l'impact de la structure de propriété sur la rémunération des dirigeants. En général, un capital concentré ou bien une présence d'un actionnariat particulier (managérial, institutionnel ou salarial) peut renforcer le contrôle du dirigeant en limitant les risques de comportement managérial opportuniste, et par conséquent des rémunérations qui sont davantage basées sur la performance de l'entreprise. Toutefois, et comme pour les autres mécanismes, les études empiriques sur l'impact de la structure de propriété sur la rémunération des dirigeants n'ont pas abouti à des résultats concluants.

#### **2.4. Conclusion**

L'analyse de cette revue de littérature nous permet de dégager la conclusion suivante : l'impact des mécanismes de gouvernance sur la rémunération des dirigeants semble mitigé.

En effet, selon la théorie de l'agence, la présence de mécanismes de gouvernance efficaces devrait limiter la possibilité pour les dirigeants d'avoir une rémunération supérieure à ce qui serait justifié par la performance réalisée par l'entreprise (Barkema et Gomez-Mejia, 1998). En revanche, l'absence des mécanismes de gouvernance devrait accroître le pouvoir discrétionnaire des dirigeants à avoir une rémunération élevée.

Toutefois, les études empiriques n'arrivent pas à confirmer le rôle joué par les mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants.

En effet, la plupart de ces travaux envisagent l'existence d'une relation simple entre la rémunération des dirigeants et les autres mécanismes de gouvernance. Autrement dit, les auteurs fixent un mécanisme pour étudier son impact sur le niveau de rémunération des dirigeants et non pas sur la sensibilité de la rémunération à la performance de l'entreprise. Dès lors, il semble pertinent de tester si la présence des mécanismes de gouvernance peut affecter l'association entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises.

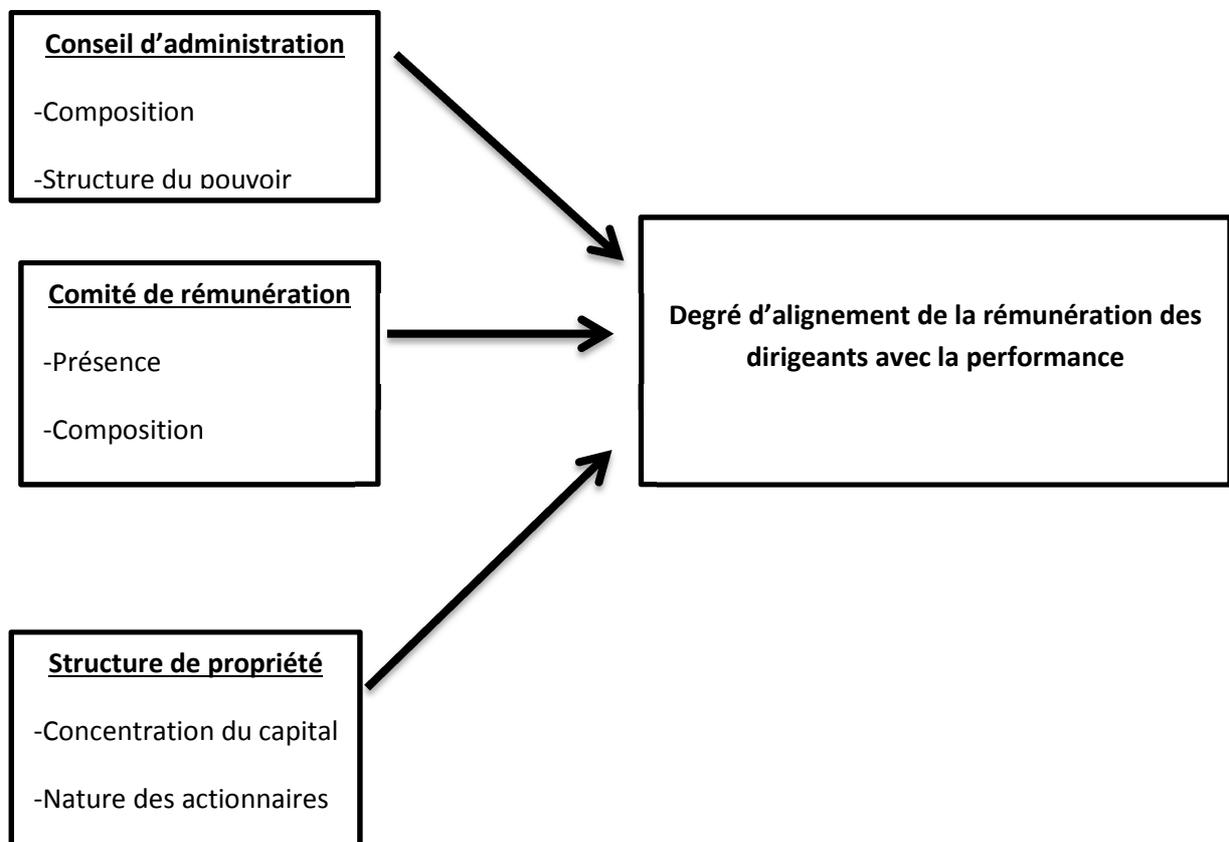
Ce constat fonde l'intérêt de ce travail qui se donne pour objectif d'apporter une contribution à une meilleure compréhension de la problématique de la rémunération des dirigeants dans le cadre de gouvernement d'entreprise à partir de données françaises.

### 3. METHODOLOGIE

L'objet de cette partie est de tester la validité du modèle théorique proposé dans la première partie de ce travail. Elle permet de mesurer dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance identifiés par la théorie de l'agence peuvent influencer la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises (Figure7).

Cette partie est structurée de la manière suivante : Dans un premier temps, nous justifions le choix de notre échantillon et nous présentons les procédures de collecte des données. Après avoir défini les variables de notre modèle, nous présentons le modèle économétrique adapté pour apprécier la partie explicative du modèle.

**Figure 7 : Prise en compte des interactions entre la rémunération des dirigeants et les autres mécanismes de gouvernance.**



### **3.1. ECHANTILLON DE LA RECHERCHE**

Notre échantillon porte sur les sociétés françaises composant l'indice SBF 120 de 2006 à 2010. Cet indice étant censé être le plus représentatif des différentes activités de l'économie française (Trébuq, 2002). Pourquoi nous nous intéressons à cette période ? La première motivation tient au fait que nous souhaitons à la fois mener une étude sur une durée assez longue (5ans) et offrir des résultats récents et actualisés. La deuxième raison est liée au souhait d'avoir des informations complètes sur toute la période d'étude, ce qui nous permet de maximiser la taille de l'échantillon. Bien que la loi NRE (2001) ait rendu la publication des montants attribués aux dirigeants obligatoire à partir de l'exercice fiscal 2001, nous n'avons pas pu retenir les années du 2001 à 2004 en raison de trop nombreuses données indisponibles<sup>58</sup>. Les rémunérations des dirigeants ainsi que les variables de gouvernance ont été collectées à partir des documents de référence publiés par les entreprises. Par ailleurs, et comme pour notre premier travail, l'échantillon initial de notre étude a subi certaines restrictions. En effet, nous avons été amenés à supprimer quelques entreprises :

- Les sociétés dont les données étaient manquantes.
- Les sociétés dont l'exercice comptable ne s'étale pas du 01/01/N au 31/12/N.
- Les sociétés en commandité par action, car les gérants sont rémunérés statutairement sur les bénéfices.

Ainsi, après retraitements, notre échantillon est constitué de 91 entreprises<sup>59</sup> observées sur une période d'analyse de 5ans (2006-2010). Parmi ces entreprises retenues 35, appartiennent au CAC 40.

### **3.2. DEFINITION DES VARIABLES**

Dans cette section nous présentons les variables dépendantes représentées par la sensibilité des différentes composantes de la rémunération à la performance et les variables indépendantes représentées par les mécanismes de gouvernance des entreprises. L'étude de la relation entre la rémunération des dirigeants et la gouvernance des entreprises ne peut se faire sans la prise en compte des effets relatifs à la taille et aux caractéristiques personnelles des dirigeants (variables de contrôle).

---

<sup>58</sup> Absence de prix d'exercice des options attribuées, absence de répartition des formes de rémunération,...

<sup>59</sup> Voir liste des entreprises en annexe 1.

### 3.2.1. Les variables dépendantes

La rémunération des dirigeants se compose généralement de trois composantes : une rémunération fixe, une rémunération variable à court terme qui est déterminée en fonction des performances financières de l'entreprise (bonus, primes...) et une rémunération variable à long terme qui correspond à une promesse de verser une somme d'argent ou des droits de propriété pour l'atteinte de certains résultats (stock-options et actions gratuites).

Depuis l'entrée en vigueur de la loi NRE de 2001, les deux premières composantes figurent dans les rapports de référence des entreprises. Concernant les stock-options, deux problèmes peuvent se poser. D'abord, il est nécessaire de faire la distinction entre les stock-options attribuées au cours de l'exercice et les options levées par le dirigeant pendant le même exercice. Il est fréquent que le dirigeant encaisse la plus-value de l'exercice des stock-options qui lui ont été octroyées auparavant. Étant donné que l'objectif de ce travail est d'estimer la rémunération des dirigeants et non sa richesse personnelle, nous ne retenons que les options attribuées au cours de chaque exercice. Quant au deuxième problème, il est lié à la valorisation des stock-options. Depuis le 1 janvier 2005, les stock-options doivent figurer parmi les charges de l'entreprise selon la norme IFRS<sup>60</sup>. Pour cela, plusieurs entreprises de notre échantillon ont valorisé les options attribuées et publié le montant de cette évaluation dans leurs documents de référence. Toutefois, pour certaines entreprises, la valorisation n'est pas encore disponible. Afin de valoriser ces options, nous avons décidé d'utiliser la méthode de Black et Scholes (1973). La formule est présentée comme suit :

$$C(S_0, K, r, t, \sigma) = S_0 \mathcal{N}(d_1) - Ke^{-rt} \mathcal{N}(d_2)$$
$$P(S_0, K, r, t, \sigma) = -S_0 \mathcal{N}(-d_1) + Ke^{-rt} \mathcal{N}(-d_2)$$

Avec :

$$d_1 = \frac{1}{\sigma\sqrt{t}} \left[ \ln \left( \frac{S_0}{K} \right) + \left( r' - a' + \frac{1}{2}\sigma^2 \right) t \right]$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

<sup>60</sup>L'objectif d'IFRS 2 est de spécifier l'information financière à présenter par une entité qui entreprend une transaction dont le paiement est fondé sur des actions. En particulier, elle impose à une entité de refléter dans son résultat et dans sa situation financière les effets des transactions dont le paiement est fondé sur des actions, y compris les charges liées à des transactions attribuant aux membres du personnel des options sur actions.

Avec :

- $r$  : Le taux d'intérêt sans risque annuel
- $\sigma$  : La volatilité de l'action
- $S_0$  : La valeur actuelle de l'action sous-jacente
- $t$  : Le temps qui reste à l'option avant son échéance
- $K$  : Le prix d'exercice
- $\mathcal{N}$  : La loi normale centrée réduite  $\mathcal{N}(0,1)$

Le choix de cette méthode est dû essentiellement à sa simplicité. Elle est préconisée par la norme IFRS2. Même si la formule de Black et Scholes est robuste, elle présente des limites. D'abord, il s'agit d'options européennes, donc exerçables uniquement à l'échéance. Ensuite, le paramètre de volatilité est supposé constant alors qu'en pratique, l'observation des prix sur les marchés financiers nous montre qu'ils dépendent de la maturité considérée et du prix d'exercice. Enfin, la détermination du cours de l'option peut être mise en échec par le caractère fractal des cours de bourse.

En outre, la littérature empirique sur la rémunération des dirigeants utilise généralement deux catégories de performance de l'entreprise : la performance boursière (*Total shareholder Return* « *TSR* », *Market to book Value*,...) et la performance financière (rentabilité des actifs « *ROA* », rentabilité des capitaux propres « *ROE* »,...).

Dans le cadre de notre étude, nous nous proposons de retenir deux mesures de la performance de l'entreprise, résumées dans le tableau 14.

**Tableau 14 : Mesure retenue de la performance de l'entreprise**

Nature de performance	Indicateurs
Performance boursière	<i>Total shareholder Return (TSR)</i>
Performance comptable	<i>Earnings before interest, tax, depreciation and amortization (EBITDA)</i>

Le premier indicateur, à savoir le *Total shareholder Return (TSR)*, a été retenu par Conyon et Peck (1998). Il s'agit d'une mesure synthétique de la valeur créée pour l'actionnaire grâce aux dividendes et à la plus-value d'une action. Bien que cet indicateur puisse faire l'objet de

certaines critiques<sup>61</sup>, il a toutefois l'avantage d'être facilement comparé d'une entreprise à l'autre et d'être comparé aux rendements de l'industrie ou du marché, sans devoir s'inquiéter d'une polarisation concernant la taille.

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

Le second indicateur est celui d'*Earnings before interest, tax, depreciation and amortization (EBITDA)*. Il s'agit d'une mesure de la création de richesse comptable avant toute charge calculée (Olsen et al., 2004). Le choix de cet indicateur s'explique pour deux raisons. Tout d'abord, le choix de l'EBITDA va nous permettre de nous affranchir des différences de traitement comptable entre les différentes entreprises. D'autre part, cet indicateur est utilisé par les entreprises comme mode de calcul des rémunérations variables<sup>62</sup>. Notons, toutefois, que retenir l'EBITDA comme critère de mesure de la performance peut amener à des niveaux inappropriés de rémunération<sup>63</sup>.

Nous signalons à ce niveau que pour mesurer la sensibilité de la rémunération à la performance, nous utilisons l'élasticité. Cette dernière se présente comme suit :

$$\text{élasticité rémunération} = \frac{\text{Taux de variation de la rémunération}}{\text{Taux de variation de la performance (boursière et comptable)}}$$

Avec :

$$\text{Taux de variation de la rémunération} = \frac{\text{Rémunération de l'année N} - \text{Rémunération de l'année N} - 1}{\text{Rémunération de l'année N} - 1}$$

$$\text{Taux de variation de la performance boursière} = \frac{\text{TSR de l'année N} - \text{TSR de l'année N} - 1}{\text{TSR de l'année N} - 1}$$

<sup>61</sup> Il n'a de sens que sur une moyenne période pour permettre d'échapper aux fluctuations boursières qui peuvent être déconnectées de la réalité économique. Le cours de l'action dans le TSR dépend potentiellement de facteurs exogènes, comme l'évolution du taux d'intérêt.

<sup>62</sup> Nous pouvons dans ce cadre la détermination de la rémunération variable du dirigeant d'EDF : « *Le Conseil d'administration réuni le 18 mai 2010 avait décidé de subordonner la part quantitative de la part variable de la rémunération du Président-Directeur Général à la réalisation d'objectifs chiffrés reposant notamment sur l'EBITDA, le ratio de gestion de la dette, le free cash-flow diminué des investissements financiers nets de cession et le coefficient de disponibilité (Kd), selon des pondérations déterminées par le Conseil* » (Rapport annuel EDF, 2011, p. 248).

<sup>63</sup> Alors que Vivendi Universal a affiché une perte de 23,3 milliards en 2002 (13,6 milliards de perte en 2001), l'ancien dirigeant du groupe a pu bénéficier d'une augmentation de salaire grâce au mode de calcul de sa rémunération variable. Cette dernière est calculée en grande partie à partir de l'EBITDA qui ne pouvait être plus favorable. En effet, compte tenu des acquisitions réalisées en 2001, ce référentiel a augmenté mécaniquement au même rythme, bien que le groupe ait rencontré d'énormes difficultés financières et de trésorerie.

$$\text{Taux de variation de la performance comptable} = \frac{\text{EBITDA de l'année N} - \text{EBTIDA de l'année N} - 1}{\text{EBTIDA de l'année N} - 1}$$

A partir des composantes de la rémunération définies ci-dessus, il devient possible de calculer l'élasticité pour chaque composante. Dans ce qui suit, l'ensemble des variables expliquées ciblées par cette recherche sont présentées dans le tableau 15.

**Tableau 15 : Les variables dépendantes retenues**

Variable	Définition	Mode de rémunération	Formule
<i>EFXB</i>	L'élasticité de la rémunération fixe à la performance boursière	Salaire de base	$\frac{\text{Taux de variation de la rémunération fixe}}{\text{Taux de variation de la performance boursière}}$
<i>EINB</i>	L'élasticité de la rémunération incitative à la performance boursière	Bonus + Stock-options	$\frac{\text{Taux de variation de la rémunération incitative}}{\text{Taux de variation de la performance boursière}}$
<i>ETOB</i>	L'élasticité de la rémunération totale à la performance boursière	Salaire de base + Rémunération incitative	$\frac{\text{Taux de variation de la rémunération totale}}{\text{Taux de variation de la performance boursière}}$
<i>EFXC</i>	L'élasticité de la rémunération fixe à la performance comptable	Salaire de base	$\frac{\text{Taux de variation de la rémunération fixe}}{\text{Taux de variation de la performance comptable}}$
<i>EINC</i>	L'élasticité de la rémunération incitative à la performance comptable	Bonus + Stock-options	$\frac{\text{Taux de variation de la rémunération incitative}}{\text{Taux de variation de la performance comptable}}$
<i>ETOC</i>	L'élasticité de la rémunération totale à la performance comptable	Salaire de base + Rémunération incitative	$\frac{\text{Taux de variation de la rémunération totale}}{\text{Taux de variation de la performance comptable}}$

### 3.2.2. Les variables indépendantes

Dans la mesure où la politique de rémunération est susceptible d'être fixée à l'avance, nous pensons qu'il est intéressant d'utiliser les variables explicatives avec décalage « Lag » (t-1). Les définitions des variables indépendantes sont présentées dans ce qui suit.

#### 3.2.2.1. Les caractéristiques du conseil d'administration

Nous examinons si la proportion d'administrateurs indépendants a une influence sur la détermination de la rémunération des dirigeants. La variable « *INDP CA* » mesure le pourcentage d'administrateurs indépendants (selon les critères définis par le rapport Bouton 2002). Nous testons également l'impact du cumul des fonctions sur les différentes composantes de la rémunération des dirigeants. La variable « *Cumul* » est mesurée de

manière dichotomique : elle prend la valeur 0 si les deux fonctions de président et de directeur général sont séparées et de 1 dans le cas contraire.

Les données concernant ces variables ont été obtenues à partir des rapports de référence.

#### 3.2.2.2. La présence du comité de rémunération

Nous examinons si la présence du comité de rémunération a une influence sur la politique de rémunération des dirigeants. La variable « *Comité Rem* » est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise dispose d'un comité de rémunération, et de 0 dans le cas contraire. Nous testons également l'influence de l'indépendance des membres de cet organe. La variable « *INDP CR* » correspond au pourcentage des administrateurs indépendants au sein du comité de rémunération. Les variables concernant le comité de rémunération sont recueillies grâce aux rapports annuels.

#### 3.2.2.3. La structure de propriété

Les variables utilisées pour mesurer l'influence de la structure de propriété sur la sensibilité de la rémunération à la performance sont nombreuses. La variable « *PARINS* » correspond au pourcentage des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels. La variable « *PARTDIR* » mesure le pourcentage des droits de vote possédés par le dirigeant. La variable « *PARSAL* » concerne le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés. Enfin, la variable « *PARPRN* » mesure le pourcentage des droits de vote détenus par le principal actionnaire (s'il détient plus de 5 % des droits de vote). Les informations sur la structure de propriété sont collectées à partir de la base de données Diane et des rapports annuels.

### **3.2.3. Les variables de contrôle**

L'étude de la relation entre la rémunération des dirigeants et les mécanismes de gouvernance des entreprises ne peut être opérée sans l'introduction d'une série de variables de contrôle. À titre d'exemple, la taille de l'entreprise, mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires « *LOGCA* », devrait affecter la rémunération des dirigeants (Zhou, 2000 ; Young et Tsai, 2000). Dans la mesure où les dirigeants de grandes entreprises ont un niveau de responsabilité très important, nous nous attendons à ce que ces entreprises attribuent de plus fortes rémunérations à leurs dirigeants. Par ailleurs, les caractéristiques personnelles du dirigeant, estimées par son âge « *AGE* » et son ancienneté au sein de l'entreprise « *Tenure* », sont également des facteurs prépondérants pour expliquer la politique de rémunération des dirigeants. En effet, les dirigeants proches de la retraite pourraient avoir des comportements

plus opportunistes. Dans ce cadre, la mise en place d'une rémunération incitative serait une mesure pour remédier à ce problème (Harvey et Shrieves, 2001). En outre, l'ancienneté élevée du dirigeant peut améliorer la confiance que lui portent les actionnaires (Miller et *al.*, 2002), ce qui lui permettrait d'acquiescer un certain pouvoir sur le conseil d'administration et, par conséquent, un niveau élevé de rémunération (Hill et Phan, 1991).

**Tableau 16: La synthèse des variables**

Variables		Définition	
Variables dépendantes		<i>EFXB</i>	<i>Elasticité de la rémunération fixe à la performance boursière</i>
		<i>EINB</i>	<i>Elasticité de la rémunération incitative à la performance boursière</i>
		<i>ETOB</i>	<i>Elasticité de la rémunération totale à la performance boursière</i>
		<i>EFXC</i>	<i>Elasticité de la rémunération fixe à la performance comptable</i>
		<i>EINC</i>	<i>Elasticité de la rémunération incitative à la performance comptable</i>
		<i>ETOC</i>	<i>Elasticité de la rémunération totale à la performance comptable</i>
Variables indépendantes	Caractéristiques du conseil d'administration	<i>INDPCA</i>	<i>Pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil</i>
		<i>Cumul</i>	<i>Variable codée 1 si la structure du conseil est moniste, 0, sinon.</i>
	Comité de rémunération	<i>ComitéRem</i>	<i>Variable codée 1 si le comité existe, 0, sinon</i>
		<i>INDPCR</i>	<i>Pourcentage d'administrateurs indépendants dans le comité.</i>
	Structure de propriété	<i>PARINST</i>	<i>Pourcentage des droits de vote détenu par les investisseurs institutionnels.</i>
		<i>PARTDIR</i>	<i>Pourcentage des droits de vote détenu par le dirigeant</i>
		<i>PARSAL</i>	<i>Pourcentage des droits de vote détenu par les salariés</i>
<i>PARPRN</i>		<i>Pourcentage des droits de vote détenu par le principal dirigeant</i>	
Variables de contrôle		<i>AGE</i>	<i>Age du dirigeant</i>
		<i>ANCIEN</i>	<i>Ancienneté du dirigeant dans l'entreprise</i>
		<i>LOGCA</i>	<i>Logarithme du chiffre d'affaires.</i>

### 3.3. PRESENTATION DE LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE

Dans ce point, nous exposons tout d'abord la méthodologie de recherche, puis, dans un deuxième temps, les tests et les outils statistiques mis en œuvre.

#### 3.3.1. Méthodologie de l'analyse empirique

Pour mener à bien l'analyse empirique du lien entre les mécanismes de gouvernance et la sensibilité de la rémunération à la performance, nous adoptons une démarche d'analyse structurée autour de trois familles de méthodes :

- **L'analyse descriptive** : Pour la description de nos données, nous avons utilisé les mesures suivantes : la moyenne arithmétique, l'écart-type et la médiane. Nous allons donc procéder à une description du niveau de rémunération, des sensibilités de la rémunération à la performance, des caractéristiques du conseil d'administration ainsi que les particularités de la structure de propriété.
- **L'analyse bivariée** : Cette analyse permet d'étudier la corrélation entre les variables prises deux à deux. Elle repose sur la mise en évidence de la nature des relations qui existent entre les variables et le sens de la relation, si elle existe. Notons toutefois, que l'existence d'une corrélation entre deux variables n'implique pas forcément qu'il existe une relation de causalité entre elles. En effet, l'analyse bivariée se limite à étudier les corrélations afin d'éviter le problème de la multicollinéarité entre les variables, et par conséquent améliorer la robustesse statistique du modèle empirique.
- **L'analyse multivariée** : Puisque notre objectif de recherche consiste à étudier les facteurs qui influencent la sensibilité de la rémunération à la performance, la méthode de régression linéaire multiple permet de juger la portée explicative du modèle élaboré. La régression linéaire multiple permet en effet, d'étudier l'influence de deux ou plusieurs variables indépendantes sur une variable dépendante.

Comme nous cherchons à démêler la nature de la relation entre la sensibilité de la rémunération des dirigeants et les mécanismes de gouvernance, nous pouvons procéder à la modélisation suivante :

$$\text{Sensibilité de la rémunération à la performance} = \text{constante} + \text{variables de gouvernance} + \text{variables de contrôle}$$

Du fait que notre étude empirique envisage deux variables dépendantes (sensibilité de la rémunération à la performance boursière et sensibilité de la rémunération à la performance comptable) ayant chacune deux mesures différentes, plusieurs régressions s'avèrent nécessaires pour tester les hypothèses formulées. Nous exposons dans le tableau 17 les différentes régressions à tester.

**Tableau 17 : Synthèse des régressions**

Modèle	Régression à tester
<b>M1</b>	$ELFXB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDP_{CA\ it-1} + \alpha_2 Cumul_{it-1} + \alpha_3 Comit�Rem_{it-1} + \alpha_4 INDPCR_{it-1} + \alpha_5 PARINST_{it-1} + \alpha_6 PARTDIR_{it-1} + \alpha_7 PARSAL_{it-1} + \alpha_8 PARPRN_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} Tenure_{it} + \alpha_{11} LOGCA_{it} + \epsilon_{it}$
<b>M2</b>	$ELINB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDP_{CA\ it-1} + \alpha_2 Cumul_{it-1} + \alpha_3 Comit�Rem_{it-1} + \alpha_4 INDPCR_{it-1} + \alpha_5 PARINST_{it-1} + \alpha_6 PARTDIR_{it-1} + \alpha_7 PARSAL_{it-1} + \alpha_8 PARPRN_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} Tenure_{it} + \alpha_{11} LOGCA_{it} + \epsilon_{it}$
<b>M3</b>	$ELTOB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDP_{CA\ it-1} + \alpha_2 Cumul_{it-1} + \alpha_3 Comit�Rem_{it-1} + \alpha_4 INDPCR_{it-1} + \alpha_5 PARINST_{it-1} + \alpha_6 PARTDIR_{it-1} + \alpha_7 PARSAL_{it-1} + \alpha_8 PARPRN_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} Tenure_{it} + \alpha_{11} LOGCA_{it} + \epsilon_{it}$
<b>M4</b>	$ELFXC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDP_{CA\ it-1} + \alpha_2 Cumul_{it-1} + \alpha_3 Comit�Rem_{it-1} + \alpha_4 INDPCR_{it-1} + \alpha_5 PARINST_{it-1} + \alpha_6 PARTDIR_{it-1} + \alpha_7 PARSAL_{it-1} + \alpha_8 PARPRN_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} Tenure_{it} + \alpha_{11} LOGCA_{it} + \epsilon_{it}$
<b>M5</b>	$ELINC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDP_{CA\ it-1} + \alpha_2 Cumul_{it-1} + \alpha_3 Comit�Rem_{it-1} + \alpha_4 INDPCR_{it-1} + \alpha_5 PARINST_{it-1} + \alpha_6 PARTDIR_{it-1} + \alpha_7 PARSAL_{it-1} + \alpha_8 PARPRN_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} Tenure_{it} + \alpha_{11} LOGCA_{it} + \epsilon_{it}$
<b>M6</b>	$ELTOC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDP_{CA\ it-1} + \alpha_2 Cumul_{it-1} + \alpha_3 Comit�Rem_{it-1} + \alpha_4 INDPCR_{it-1} + \alpha_5 PARINST_{it-1} + \alpha_6 PARTDIR_{it-1} + \alpha_7 PARSAL_{it-1} + \alpha_8 PARPRN_{it-1} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} Tenure_{it} + \alpha_{11} LOGCA_{it} + \epsilon_{it}$

Avec:

- *ELFXB* *it* :  lasticit  de la rémunération fixe à la performance boursière de l'entreprise *i*   l'instant *t*
- *ELINB* *it* :  lasticit  de la rémunération incitative à la performance boursière de l'entreprise *i*   l'instant *t*
- *ELTOB* *it* :  lasticit  de la rémunération totale à la performance boursière de l'entreprise *i*   l'instant *t*
- *ELFXC* *it* :  lasticit  de la rémunération fixe à la performance comptable de l'entreprise *i*   l'instant *t*
- *ELINC* *it* :  lasticit  de la rémunération incitative à la performance comptable de l'entreprise *i*   l'instant *t*
- *ELTOC* *it* :  lasticit  de la rémunération totale à la performance de l'entreprise *i*   l'instant *t*
- *INDP CA it-1*: Pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration de l'entreprise *i*   l'instant *t-1*
- *Cumul it-1*: la structure du conseil d'administration de l'entreprise *i*   l'instant *t-1*
- *Comité Rem it-1*: l'existence du comité de rémunération dans l'entreprise *i*   l'instant *t-1*
- *INDPCR it-1*: pourcentage des administrateurs indépendants au sein du comité de rémunération de l'entreprise *i*   l'instant *t-1*
- *PARINST it-1*: pourcentage des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels dans l'entreprise *i*   l'instant *t-1*
- *PARTDIR it-1*: pourcentage des droits de vote détenus par le dirigeant dans l'entreprise *i*   l'instant *t-1*
- *PARSAL it-1*: pourcentage des droits de vote détenus par les salariés dans l'entreprise *i*   l'instant *t-1*

- *PARPRN it-1*: pourcentage des droits de vote détenu par le principal actionnaire dans l'entreprise *i* à l'instant *t-1*
- *AGE it* : âge du dirigeant de l'entreprise *i* à l'instant *t*
- *Tenure it*: ancienneté du dirigeant dans l'entreprise *i* à l'instant *t*
- *LOGCA it*: logarithme du chiffre d'affaire de l'entreprise *i* à l'instant *t*
- *a0, a1, a2, ..., a13* : les coefficients de régressions
- *ε it* : le terme d'erreur

### 3.3.2. Tests et outils statistiques

Comme pour notre premier article, la démarche empirique de ce travail se base sur la méthode des régressions en données de panel. Selon Sevestre (2002), la double dimension de panel constitue un avantage décisif par rapport aux séries temporelles ou les coupes transversales. En effet, elle permet de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité. Elle permet aussi de tenir compte de l'influence des caractéristiques non observables des individus sur leurs comportements dès lors que celles-ci restent stables dans le temps. Bien entendu, tous ces avantages liés à l'économétrie des données de panel ne sont pas sans contrepartie. Huber (1981) trouve que ces données se caractérisent par une présence importante d'observations aberrantes qui peuvent perturber la qualité des estimations. Dormont (1989) ajoute que l'exploitation économétrique de la double dimension des données soulève dans certains cas des problèmes méthodologiques non résolus. Enfin, la difficulté majeure de ces données repose sur la modélisation de l'hétérogénéité entre les individus. En effet, ce problème peut biaiser les coefficients estimés comme l'a montré Hsiao (2003). Selon la spécification de ces effets, deux approches sont adoptées. La première suppose que les effets individuels sont représentés par des constantes : d'où l'appellation modèle à effets fixes. La seconde suppose que l'hétérogénéité individuelle est une variable aléatoire dont on connaît la distribution : il s'agit du modèle à effets aléatoires.

La distinction entre les deux modèles permet de savoir si l'estimateur *Within* des MCO (les moindres carrés ordinaires) correspondant à l'effet fixe, constitue une alternative appropriée à l'estimateur de MCG (les moindres carrés généralisés).

A l'instar du premier article, nous effectuerons plusieurs tests afin de choisir la méthode d'estimation qui dépend de la présence et de la nature d'effet. Ces tests statistiques sont effectués par le logiciel de traitement de données *Stata 10*.

- **Test d'homogénéité** : Le Test de Chow de présence d'effets rejette l'hypothèse nulle  $H_0$  d'homogénéité des individus (absence d'effets spécifiques individuels), ce qui

nous a permis d'accepter l'hypothèse alternative d'hétérogénéité. Dans ce cas on inclut les effets individuels dans le modèle.

- **Test d'Hausman** : Le test de spécification d'Hausman (1978) est un test général qui peut être appliqué à de nombreux problèmes de spécification en économétrie. Mais son application la plus répandue est celle des tests de spécification des effets individuels en panel. Il sert ainsi à discriminer entre les effets fixes et aléatoires. L'idée de ce test est que, sous l'hypothèse nulle d'indépendance entre les erreurs et les variables explicatives, les deux estimateurs sont non biaisés, donc les coefficients estimés devraient peu différer. Le test d'Hausman compare la matrice de variance-covariance des deux estimateurs. Dès lors, sous l'hypothèse nulle, le résultat suit une loi Chi-deux à  $K-1$  degrés de liberté. Ainsi, si la plus-value est inférieure au niveau de confiance, on rejette l'hypothèse nulle et l'on privilégie l'adoption d'effets individuels fixes et l'utilisation de l'estimateur *Within* des MCO.
- **Test d'hétéroscédasticité des erreurs** : On parle d'homoscédasticité lorsque le risque de l'amplitude de l'erreur est constant dans le temps. Pour ce test, nous utilisons la méthode de Breush-Pagan qui consiste à vérifier si le carré des résidus peut être expliqué par les variables du modèle. Si c'était le cas, on parlerait d'hétéroscédasticité. L'hypothèse nulle de ce test est que tous les coefficients de la régression des résidus au carré sont nuls. Les variables du modèle n'expliquent pas la variance observée donc il y a homoscédasticité. Ainsi, si on rejette l'hypothèse nulle, on peut conclure à la présence d'hétéroscédasticité. Il existe deux solutions au problème d'hétéroscédasticité : soit utiliser la méthode des moindres carrés généralisées (MCG), soit utiliser les moindres carrés ordinaires (MCO) et corriger les écarts-types par la méthode d'Eicker-White.
- **Test d'autocorrélation des erreurs** : On parle d'autocorrélation des erreurs lorsque les erreurs sont liées par un processus de reproduction (Bourbonnais, 2003). L'erreur d'une période est influencée par celle de la période précédente. Le test de Wooldridge est utilisé pour vérifier l'absence de cette propriété. L'hypothèse nulle est celle d'absence d'autocorrélation des erreurs. Si on rejette cette hypothèse (la valeur obtenue est supérieure à la valeur critique) les erreurs des individus sont autocorrélées.

Dans ce point, nous avons présenté dans un premier temps la méthodologie de recherche poursuivie. Cette dernière est structurée autour de trois analyses (descriptive, bivariée et multivariée). Dans un deuxième temps, nous avons exposé l'ensemble des tests statistiques à

mettre en évidence pour notre démarche empirique qui se base sur la méthode de régression linéaire multiple (test d'homogénéité, test d'Hausman, test d'hétéroscédasticité et test d'autocorrélation). Les résultats des différentes analyses seront présentés dans le point suivant.

## **4. RESULTATS**

L'analyse des résultats est effectuée en trois temps. D'abord, nous procédons à une analyse descriptive des variables afin de décrire leurs évolutions sur la période d'étude. Ensuite, une analyse bivariée permettra d'explorer les relations entre les variables afin de s'assurer de l'absence de multicollinéarité. Enfin, une analyse multivariée sera conduite par le biais des méthodes de régression linéaire multiple, dans le but de juger la portée explicative des modèles élaborés.

### **4.1. ANALYSE DESCRIPTIVE**

Le but est de décrire la tendance des variables étudiées sur la période de 2006 à 2010. La partie A du tableau 18 concerne les variables continues alors que la partie B est consacrée aux variables dichotomiques.

#### **4.1.1. La politique de rémunération des dirigeants en France entre 2006 et 2010**

Sur la période de 2006 à 2010, 50% des dirigeants de notre échantillon ont perçu une rémunération globale supérieure à 1524 K€. Elle est très dispersée, puisqu'elle s'étend de 41,431 K€ à 22214 K€. En moyenne, la rémunération globale est égale à 2107 K€, et se compose de 721 K€ en salaire de base, 710 K€ en bonus annuel et 676 K€ en stock-options.

Le tableau 19 met en évidence le fait que les différentes composantes de la rémunération, en particulier les composantes de la rémunération incitative (bonus et stock-options), suivent une fonction croissante de la taille de l'entreprise, puisque les entreprises du SBF 120 sont classées selon leur capitalisation boursière. A titre d'exemple, le montant moyen des stock-options (médian) atteint 1349 K€ (701,95 K€) pour des dirigeants des sociétés du CAC 40 contre 276 K€ (0 K€) pour ceux des sociétés du SBF120 hors CAC 40. A l'instar des travaux antérieurs, nous trouvons que les entreprises de plus grandes tailles accordent des niveaux de salaires plus élevés à leurs dirigeants (Conyon *et al.*, 1995 ; Albouy, 2004).

Par ailleurs, il est à noter que les différentes élasticité de la rémunération à la performance boursière sont négatives. En moyenne, pour l'ensemble de l'échantillon, l'élasticité de la rémunération globale à la performance boursière est de -0,14, c'est-à-dire pour une

augmentation de 1% du *Total shareholder Return* (TSR), la rémunération totale diminue de 0,14€. Ce résultat contredit l'idée selon laquelle la rémunération des dirigeants serait utilisée comme un mécanisme qui permet d'inciter ces derniers à créer de la valeur actionnariale. Toutefois, on peut remarquer que la rémunération des dirigeants est plus sensible à la performance comptable, mesurée par l'EBTIDA. En effet, une augmentation de 1% de l'EBTIDA s'accompagne d'une augmentation de 2,96% de la rémunération incitative.

**Tableau 18 : Statistiques descriptives des variables pour la période 2006-2010**

Partie A

Variable	Observation	Moyenne	Ecart-Type	Médiane	Min	Max
REMFIXE	416	721,38	382,66	700	0	2224,734
variation RF	416	25,85%	158,07%	0%	-100%	221,40%
REMINCITATIVE	416	1385,89	1967,64	755,03	0	21014
VARRI	416	64,83%	280,84%	0,06%	-100%	349,93%
REMTotale	416	2107,27	2175,87	1524	41,435	22214
VARRT	416	26,40%	178,84%	3,05%	-93,28444	318,20%
INDPCA	416	48,44%	20,42%	47%	0,00%	92,00%
INDPCR	416	60,58%	28,66%	67%	0,00%	100,00%
PARINS	416	38,64%	28,93%	33%	0,00%	99,36%
PARDIR	416	6,92%	17,88%	0,01%	0,00%	75,64%
PARSAL	416	2,79%	4,33%	1,27%	0,00%	27,10%
PARPRN	416	15,91%	23,98%	0%	0,00%	93,00%
AGE	416	55,42	6,35	55%	28	71
ANCEIN	416	6,28	7,03	4%	0	33
CA	416	20075,83	63054,88	4303%	1,119	647196
TSR	416	10,20%	59,36%	7,64%	-90,37%	706,17%
VARTSR	416	-93,29%	1084,45%	-90,97%	-17896,89%	6330,67%
EBITDA	416	2306,92	4465,79	626%	-4760	33320
VAREBITDA	416	25,77%	302,95%	7,95%	-134,99%	5342,31%
ELFXB	416	-0,27	2,97	0,00%	-42,77351	13,38221
ELINB	416	-0,29	5,86	0,00%	-59,67793	43,94539
ELTOB	416	-0,14	3,42	0,00%	-54,26634	16,29151
ELFXC	416	0,56	18,71	0,00%	-218,2894	203,4701
ELINC	416	2,96	62,02	7,90%	-566,572	939
ELTOC	416	0,28	30,73	4,60%	-474,8443	208,548

Partie B :

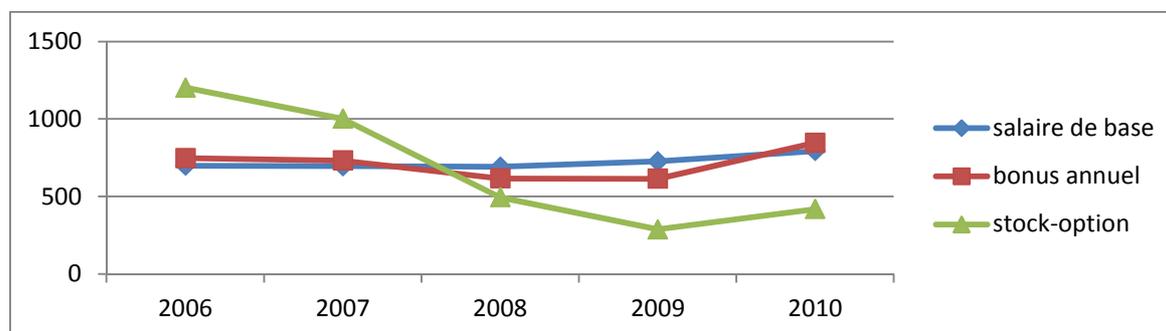
	Moyenne	Médiane	Variable=1	Variable=0
<i>Cumul</i>	50,96%	1	212	204
<i>Comité Rem</i>	96,39	1	401	15

**Tableau 19 : les différentes composantes de la rémunération selon la taille de l'entreprise**

	N	Salaire de Base		Bonus annuel		Stock-option	
		Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
CAC 40	156 <sup>64</sup>	948,25	920	1092,77	1061,46	1340,31	701,95
SBF 120 Hors CAC 40	260 <sup>65</sup>	585,26	517,34	418,47	354,55	276,09	0

La figure 8 montre également qu'à partir de 2007 jusqu'à 2009, le montant de stock-options attribué aux dirigeants a significativement diminué. Ce résultat peut être expliqué par deux raisons. Premièrement, les stock-options ont été au cœur des scandales financiers dans plusieurs entreprises françaises<sup>66</sup>. Deuxièmement, la comptabilisation des stock-options a alourdi les charges supportées par les firmes, d'où une diminution de leurs résultats (Desbrières, 2006).

**Figure 8 : L'évolution de la rémunération des dirigeants entre 2006 et 2010**



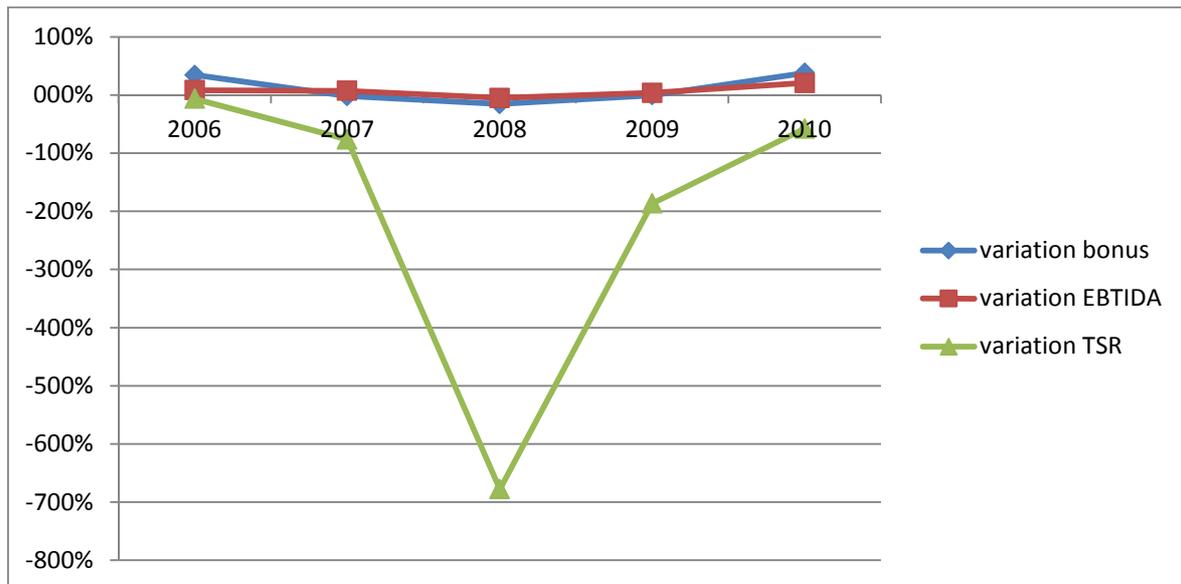
<sup>64</sup> Sur la période 2006-2010, nous avons collecté 156 observations concernant les 35 entreprises du CAC 40.

<sup>65</sup> Sur la période 2006-2010, nous avons collecté 260 observations concernant les 56 entreprises du SBF 120 (hors CAC 40).

<sup>66</sup> EADS, Vinci,...

Enfin, la figure 9 met en évidence une grande correspondance entre la variation du bonus annuel et celui de l'EBTIDA. Toutefois, une différence importante a été observée concernant l'évolution du bonus et le TSR. En 2008, année de l'éclatement de la crise financière, alors que la variation du bonus annuel était de -16%, celle du TSR était de -678%.

**Figure 9 : Variation du bonus annuel avec les indicateurs de performance entre 2006 et 2010**



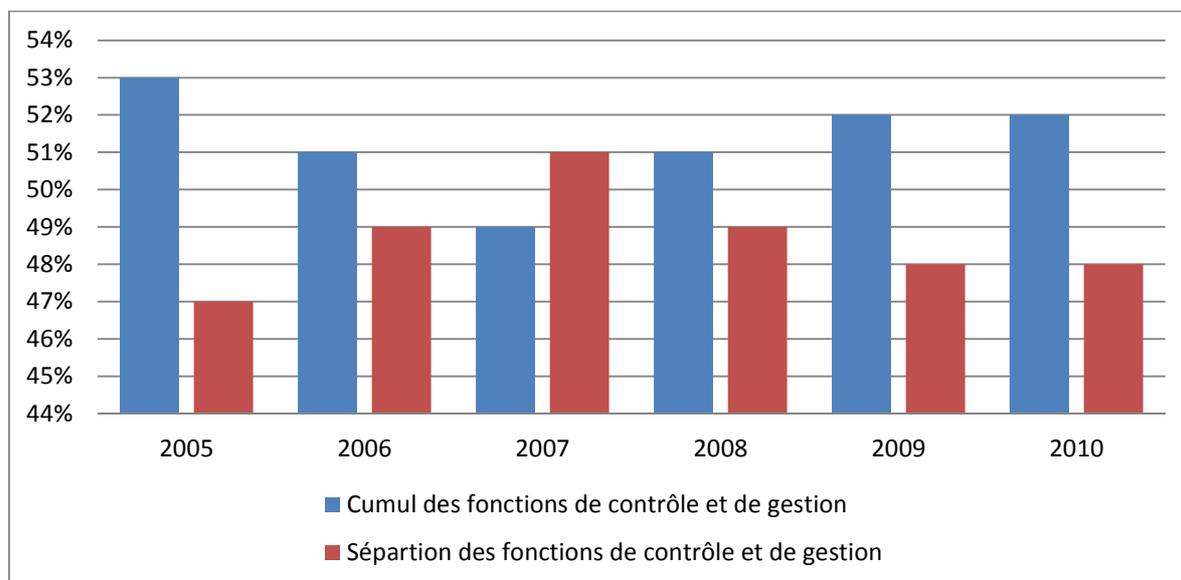
#### 4.1.2. Description des variables explicatives

Concernant, les caractéristiques du conseil d'administration, le tableau 18 montre qu'en moyenne 48% des administrateurs des conseils d'administration sont des membres indépendants, au sens du Rapport Bouton (2002). Cependant, et pour certaines entreprises, les différents rapports de « *bonnes pratiques en gouvernance* » semblent ne pas avoir d'effets puisqu'il existe encore des sociétés dont le conseil d'administration est composé en totalité par des membres internes. En outre, 51% des sociétés de notre échantillon ont opté pour le cumul des fonctions de contrôle et de gestion pour la période de 2006-2010 (Tableau 18 partie B).

L'analyse de l'évolution de la structure du conseil d'administration (figure 10) montre qu'entre 2005 et 2007, le pourcentage des sociétés ayant opté pour la séparation entre la fonction de contrôle et celle de gestion a connu une forte croissance, de 44% en 2006 à 51% en 2007. Ce succès de la forme dualiste pendant cette période peut être expliqué par la volonté de la part des sociétés d'appliquer les recommandations des rapports de « *bonnes pratiques en*

*gouvernance* » qui préconisent une séparation des fonctions. Toutefois, et depuis 2008, certaines sociétés ont repris la formule moniste (Accor et Carrefour en 2008, Natixis en 2009...).

**Figure 10 : Structure du conseil d'administration sur la période 2005-2009**



En ce qui concerne l'existence du comité de rémunération, 96% des entreprises de l'échantillon ont mis en place cet organe (Tableau 18 partie B). Seuls *April Groupe*, *Orpea* et *Sèche environnement* ne disposent pas encore de comité de rémunération. Ces comités comportent en moyenne 61% de membres indépendants. Dans ce cadre, et afin de voir si la mise en place d'un comité des rémunérations a eu une influence sur la politique de rémunération, nous avons réparti les observations de notre échantillon en deux groupes selon le critère de l'existence ou de l'absence du comité de rémunération (Tableau 20). Les résultats montrent que les entreprises ayant mis en place un comité de rémunération ont connu une augmentation plus importante des rémunérations que celles qui n'en ont pas. Selon Conyon et Peck (1998), ces résultats peuvent s'expliquer par les modèles de comparaisons sociales. En effet, les administrateurs indépendants des comités de rémunérations qui sont souvent des dirigeants dans d'autres sociétés ajusteraient à la hausse les rémunérations des dirigeants en cohérence avec les leurs. Dans ce cadre, 39% des membres du comité de rémunération de notre échantillon sont des dirigeants des autres entreprises (Annexe 4).

**Tableau 20 : Variation de la rémunération des dirigeants en fonction de la présence ou non du comité de rémunération entre 2006-2010**

	Absence du comité de rémunération	Présence du comité de rémunération
Variation rémunération fixe	8,79%	27,61%
Variation rémunération incitative	0%	73,94%
Variation rémunération totale	11,12%	33,08%

En ce qui concerne la structure de propriété, le tableau 21 montre que les investisseurs institutionnels détiennent une part importante des droits de vote dans les sociétés du SBF 120 puisqu'elle est en moyenne de 38,64% pour la période de notre étude. Le pourcentage des droits de vote des investisseurs institutionnels n'a pas cessé d'augmenter, puisqu'il est passé de 36,71% en 2006 à 40,41% en 2010. Notons toutefois que ce pourcentage ne tient compte que des investisseurs institutionnels identifiés. Autrement dit, ceux qui ont franchi le seuil de participation (à partir du 5%).<sup>67</sup> Nous observons aussi que le pourcentage des droits de vote détenus par le principal actionnaire<sup>68</sup> a diminué entre 2007 et 2009. En effet, la moyenne était de 16,49% en 2007, elle est passée à 14,94% en 2009. Concernant l'actionnariat du dirigeant, le tableau 21 met en évidence le fait que la part des droits de vote détenue par un dirigeant est quasiment stable sur la période. Elle est en moyenne de 6,92%. En outre, la part moyenne de l'actionnariat salarié dans les sociétés de l'échantillon est de 2,79%. À la fin de l'exercice 2010, 7 entreprises (*Atos Origin, Bic, Ciment Français, Dassault System, Igenico, Iliad, Klepierre*) de notre échantillon ne disposent pas encore d'un plan d'actionnariat salarié. À l'opposé, dans certaines entreprises, et pour la même année, le pourcentage de droits de vote détenu par les salariés a dépassé les 20%<sup>69</sup>.

<sup>67</sup> Article L.233-7 du code du commerce oblige toutes les sociétés de publier dans leurs rapports annuels les actionnaires qui détiennent une part du capital au moins égal à 5%.

<sup>68</sup> Détenant plus de 5 des droits de vote.

<sup>69</sup> Bouygues et Eiffage.

**Tableau 21: Évolution de la structure de propriété entre 2006 et 2010**

	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
Part des investisseurs institutionnels	36,71%	36,27%	39,44%	40,21%	40,41%	38,64%
Part des dirigeants	6,63%	6,85%	6,72%	7,33%	7,03%	6,92%
Part des salariés	2,75%	2,52%	2,67%	2,89%	3,02%	2,79%
Part principal actionnaire	16,66%	16,49%	15,32%	14,99%	16,11%	15,91%

En définitive, les statistiques descriptives concernant la structure du capital montrent la forte concentration du capital en France. À la fin de l'exercice 2010, plus de 60% des sociétés de notre échantillon étaient détenues par un actionnaire majoritaire<sup>70</sup>. Il s'agit d'une particularité du capitalisme français qui est marqué par un regroupement du capital social autour de quelques actionnaires (Faccio et *al.*, 2002). Ce résultat va dans le même sens que celui retrouvé par Kremp (1998). En effet, en analysant la structure du capital des entreprises françaises<sup>71</sup>, l'auteur observe que 72% de ces entreprises étaient possédées par un actionnaire majoritaire.

#### 4.1.3. Description des variables de contrôle

Le chiffre d'affaires moyen des entreprises de l'échantillon s'élève à 20075 M€, avec une forte dispersion puisque l'écart-type est de 63054 M€.

Concernant les caractéristiques personnelles des dirigeants, plusieurs remarques peuvent être avancées. Premièrement, l'âge moyen des dirigeants s'élève à 55 ans. Le plus jeune est âgé de 28 ans alors que le plus âgé a 71 ans. Deuxièmement, les dirigeants étudiés occupent leur poste en moyenne depuis 6 ans. Il s'agit, au minimum de la première année dans la fonction de dirigeant, au maximum de sa trente-troisième année. Mais plus de la moitié des dirigeants sont en poste depuis 4 ans au moins.

## 4.2. ANALYSE DE CORRELATION

Dans le cadre de ce travail, nous utilisons la méthode de régression linéaire multiple. L'application de cette méthode exige l'absence de multicollinéarité. Ce problème se pose

<sup>70</sup> Il s'agit de tout (s) actionnaire (s) qui possède (nt) au moins 5% du capital de l'entreprise autre qu'un actionnaire institutionnel.

<sup>71</sup> L'échantillon de base était composé de plus de 270000 entreprises.

lorsqu'il existe une forte corrélation entre les variables indépendantes. Une corrélation forte conduit à de mauvaises estimations des coefficients  $\alpha_i$ .

Statistiquement, nous distinguons la multicollinéarité bivariée et la multicollinéarité multivariée. Le problème de la multicollinéarité bivariée se pose lorsque deux variables indépendantes sont fortement corrélées, alors que la multicollinéarité multivariée se pose lorsque plusieurs variables indépendantes sont corrélées. La détection de la multicollinéarité bivariée se fait à partir de l'étude de la matrice de corrélation de Pearson. Si le coefficient de corrélation est supérieur à 0,7, limite fixée par Kervin (1992), nous concluons qu'un problème sérieux de multicollinéarité est présent. Cette valeur critique est limitée à 0,8 pour Kennedy (1985). Dans notre étude, nous retenons la limite plus exigeante fixée par Kervin (1992). La matrice de corrélation que nous avons dégagée est présentée dans le tableau 22. Les résultats montrent que les différents coefficients de corrélation sont inférieurs à 0,7, ce qui indique l'absence de multicollinéarité bivariée entre les différentes variables indépendantes.

En outre, pour détecter le problème de multicollinéarité multivariée, deux indicateurs peuvent être présentés :

- La tolérance de la variable : elle est l'expression de  $(1-R^2)$  où  $R^2$  est le coefficient de détermination de la régression d'une variable sur les autres variables indépendantes. Plus la valeur est proche de 0, plus il y a un problème de multicollinéarité. Selon la limite choisie du VIF, la tolérance d'une variable peut avoir comme limite inférieure 0,1 ; 0,2 ou 0,25<sup>72</sup>.
- Le facteur d'influence de la variable (VIF)<sup>73</sup> : il est défini comme l'inverse de la tolérance de la variable ( $1/(1-R^2)$ ). La limite tracée par Fox (1991) est 4 ou 5, c'est-à-dire un problème de multicollinéarité est présent si ce facteur atteint 4 ou 5. Pour Kennedy (1992), cette limite est tolérée jusqu'à 10. Nous retenons dans ce travail une limite de 4.

Les résultats présentés dans le tableau 23 montrent qu'aucune des valeurs des indicateurs de présence de multicollinéarité multivariée ne sort des limites définies ci-dessus. En effet, aucune valeur du VIF est supérieure à la limite tracée par Fox (1991), à savoir 4. De même, aucune des indicateurs de tolérance d'une variable n'est inférieur à la limite de 0,25 (étant donné que la limite choisie du VIF est 4).

---

<sup>72</sup> 0,1 si VIF=10 ; 0,2 si VIF=5 ou 0,25 si VIF=4

<sup>73</sup> *Variance Inflation Factor*

**Tableau 22 : Matrice de corrélation de Pearson**

	INDPCA	Cumul	ComitéRe	INDPCR	PARINS	PARTDIR	PARSAL	PARPRN	AGE	ANCIE	logtail
<i>INDPCA</i>	1										
<i>Cumul</i>	-0,048	1									
<i>ComitéRem</i>	0,0178	-0,0847	1								
<i>INDPCR</i>	0,6096	-0,004	0,3942	1							
<i>PARINST</i>	0,1836	-0,1262	0,1722	0,07	1						
<i>PARTDIR</i>	-0,1282	0,188	-0,3789	-0,194	-0,2848	1					
<i>PARSAL</i>	0,0154	0,119	0,1161	0,166	0,0307	-0,1303	1				
<i>PARPRN</i>	-0,3375	-0,049	0,0223	-0,0584	-0,4091	-0,2046	-0,1114	1			
<i>AGE</i>	-0,1072	0,2089	-0,0462	-0,0176	-0,035	-0,0186	0,1017	0,0805	1		
<i>ANCIEN</i>	-0,0567	0,2547	-0,2384	-0,1213	-0,1155	0,3819	0,1846	-0,1531	0,3325	1	
<i>logtail</i>	0,0421	-0,0787	0,2103	0,2033	0,1007	-0,1279	0,3468	0,1157	0,0788	-0,1526	1

**Tableau 23 : Résultats Test VIF**

Variable	VIF	Tolérance
INDPCR	2,33	0,428408
INDPCA	2,3	0,434681
PARPRN	1,81	0,551164
PARTDIR	1,8	0,556184
ComitéRem	1,6	0,625925
ANCIEN	1,56	0,639595
PARPRN	1,52	0,657455
PARSAL	1,41	0,708523
logtail	1,34	0,744185
AGE	1,24	0,804286
Cumul	1,14	0,877653
<b>Mean VIF</b>		<b>1,64</b>

L'objectif de cette section était de tester l'éventuelle existence d'un problème de multicolinéarité dans nos données. Les résultats montrent l'absence de multicolinéarité

(bivariée ou multivariée) entre les différentes variables indépendantes, ce qui nous permet d'appliquer les modèles de régressions linéaires multiples.

### **4.3. ANALYSE DE REGRESSION**

La revue des études théoriques et empiriques nous a permis de dégager les facteurs susceptibles d'expliquer la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance. La méthode de régression linéaire multiple dans le cadre de cette section nous permettra de juger la portée explicative des modèles proposés et de connaître les mécanismes de gouvernance qui peuvent influencer les différentes sensibilités.

#### **4.3.1. Les tests sur données de panel.**

Les résultats de l'ensemble des tests réalisés figurent dans l'Annexe 5. En résumé, seuls les modèles 1 et 5 disposent d'effets individuels (effets fixes). En outre, tous les modèles de ce travail présentent un problème d'hétéroscédasticité. Pour éliminer ce problème, nous utilisons la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) et nous corrigeons les écarts-types par la méthode d'Eicker-White.

#### **4.3.2. Présentation des régressions effectuées et interprétation des modèles**

S'inscrivant dans le cadre de la théorie de l'agence, notre article a pour principal objectif de mettre l'accent sur l'influence des mécanismes de gouvernance sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Dans cette section, nous présentons les résultats des différentes régressions. Dans un souci de simplification, et afin d'alléger la présentation, les tableaux 24, 25 et 26 résument les résultats des régressions pour chaque composante de la rémunération des dirigeants. Tout d'abord, nous remarquons que  $R^2$ , le coefficient de détermination associé à l'estimation de la relation entre la sensibilité de la rémunération à la performance et les mécanismes de gouvernance, est très faible et largement en dessous du seuil de significativité qui est de 75% ( $R^2$  est à peu près de 20% pour les six modèles). Le  $R^2$  ajusté, quant à lui, est presque nul. A ce niveau, nous déduisons que l'élasticité de la rémunération à la performance est peu dépendante des mécanismes de gouvernance. En outre, le test F de Fisher, qui représente la significativité des résultats en fonction du nombre d'observations, ne traduit pas une bonne qualité au niveau global des relations étudiées.

#### 4.3.2.1. Sensibilité de la rémunération fixe à la performance et mécanismes de gouvernance

Les résultats des estimations de la sensibilité de la rémunération fixe à la performance sont donnés par le tableau 24. Le coefficient de la variable structure du conseil d'administration n'est pas significatif. Autrement dit, le conseil d'administration qu'il soit moniste, moniste avec séparation des fonctions ou dualiste n'influence pas la sensibilité de la rémunération fixe à la performance.

La variable pourcentage des administrateurs indépendants est dotée d'un coefficient positif et non significatif. Ainsi, la présence d'un administrateur indépendant de plus dans le conseil permet d'augmenter l'élasticité de la rémunération fixe de 3,75% (performance boursière) et de 4,89 % (performance comptable). De même, la composition du comité de rémunération a peu d'incidence sur cette sensibilité.

Nous constatons également que la nature de l'actionnariat n'affecte pas la relation entre la rémunération fixe et la performance. Autrement dit, la sensibilité de la rémunération fixe à la performance ne diffère pas dans les sociétés à capital dispersé par rapport à celle dans les sociétés à capital concentré.

Concernant les variables de contrôle, nous observons que la taille de l'entreprise et les caractéristiques des dirigeants n'apparaissent avoir aucune incidence sur cette sensibilité.

**Tableau 24 : Résultats des régressions estimant l'effet de mécanismes de gouvernance sur l'élasticité de la rémunération fixe à la performance**

variables	Modèle 1		Modèle 4	
	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
INDPCA	3,7507	1,08	4,8998	0,58
CUMUL	-1,7597	-1,68	-1,2151	-0,33
ComitéRem	-0,9042	-0,43	15,3561	1,63
INDPCR	1,5739	0,88	-18,3036	-1,87
PARINS	6,0397	1,55	-8,0884	-0,99
PARTDIR	8,1006	1,44	-25,7847	-0,95
PARSAL	-1,9476	-0,15	99,7493	1,47
PARPRN	7,3780	1,23	-40,6379	-1,32
AGE	0,0146	0,42	0,1040	0,32
ANCIEN	0,1238	2,07	-0,5867	-2,05
LOGCA	-0,0883	-0,1	-4,4623	-0,72
constante	-6,4838	-1,08	17,8753	0,6
N	416		416	
R <sup>2</sup>	0,2659		0,2497	
R <sup>2</sup> ajusté	0,0298		0,0084	
Statistique-F	0,71		1,53	

\*\*\* La corrélation est significative au seuil 0,1%, \*\* la corrélation est significative au seuil 1%, \* la corrélation est significative au seuil 5%.

#### 4.3.2.2. Sensibilité de la rémunération incitative à la performance et mécanismes de gouvernance

Le tableau 25 montre que la structure du conseil et la proportion d'administrateurs indépendants n'ont pas d'incidence sur la sensibilité de la rémunération incitative à la performance. En outre, la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général n'affecte pas le lien entre la rémunération incitative et la performance de l'entreprise. Comme pour la sensibilité de la rémunération fixe à la performance, la concentration du capital et la nature d'actionariat n'ont pas d'impact sur l'élasticité de la rémunération incitative à la performance. En effet, la proportion de droits de vote détenue par le principal actionnaire et par les investisseurs institutionnels n'ont pas d'incidence sur cette sensibilité.

Il en est de même pour l'actionnariat des dirigeants et des salariés. Par ailleurs et contrairement à nos attentes, nous constatons que la composition du comité de rémunération n'affecte pas la sensibilité de la rémunération incitative à la performance.

A propos des caractéristiques personnelles du dirigeant, les résultats sont très similaires à ceux obtenus par l'estimation de la sensibilité de la rémunération fixe à la performance. En effet, ni l'âge du dirigeant ni son ancienneté n'ont d'incidence sur le lien entre la rémunération incitative et la performance. Enfin, la taille de l'entreprise, mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires, n'a pas d'influence sur la sensibilité de la rémunération incitative à la performance.

**Tableau 25 : Résultats des régressions estimant l'effet de mécanismes de gouvernance sur l'élasticité de la rémunération incitative à la performance**

variables	Modèle 2		Modèle 5	
	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
INDPCA	-3,7227	-0,8	-5,2808	-1,21
CUMUL	-1,3342	-1,11	-6,7911	-0,55
ComitéRem	-6,1670	-1,95	-1,2772	-1,4
INDPCR	2,6044	1,04	1,0610	1,15
PARINS	-9,8914	-1,26	2,4197	0,06
PARTDIR	-1,9169	-0,28	1,8564	1,41
PARSAL	30,2649	0,71	-9,2966	-1,11
PARPRN	-5,1432	-0,73	1,9165	1,26
AGE	-0,1190	-0,85	-0,2846	-0,3
ANCIEN	0,2034	0,87	0,8224	0,64
LOGCA	0,3047	0,15	-10,7921	-0,55
constante	14,6852	1,42	12,8005	1,00
N	416		416	
R <sup>2</sup>	0,2175		0,2720	
R <sup>2</sup> ajusté	0,0342		0,0378	
Statistique-F	0,73		0,57	

\*\*\* La corrélation est significative au seuil 0,1%, \*\* la corrélation est significative au seuil 1%, \*la corrélation est significative au seuil 5%

#### 4.3.2.3. Sensibilité de la rémunération totale à la performance et mécanismes de gouvernance

Le tableau 26 présente les résultats des estimations sur la sensibilité de la rémunération globale à la performance. En ce qui concerne la structure de propriété, nous observons que la concentration du capital et la nature de l'actionnariat n'ont pas d'impact significatif sur la sensibilité de la rémunération globale à la performance. Le conseil d'administration qu'il soit moniste ou dualiste n'a pas d'incidence sur cette sensibilité. Il en est de même pour sa composition. De nouveau les caractéristiques du dirigeant et la taille de l'entreprise n'ont pas d'influence sur le lien entre la rémunération globale et la performance des entreprises.

**Tableau 26 : Résultats des régressions estimant l'effet de mécanismes de gouvernance sur l'élasticité de la rémunération totale à la performance**

variables	Modèle 3		Modèle 6	
	Coefficient	t-statistique	Coefficient	t-statistique
INDPCA	-2,0433	-0,77	-5,2689	-0,34
CUMUL	-0,6979	-1,04	1,8433	0,22
ComitéRem	-2,3114	-1,98	4,1244	0,32
INDPCR	1,6512	1,48	-9,9054	-0,94
PARINS	-0,8469	-0,51	-15,9434	-1,07
PARTDIR	-0,7196	-0,28	12,7931	0,8
PARSAL	4,3335	0,44	-16,7730	-0,22
PARPRN	-1,3583	-0,56	6,4066	0,62
AGE	-0,0907	-0,87	0,4463	1,61
ANCIEN	0,1942	1,17	-0,5825	-1,12
LOGCA	0,3782	0,28	2,0233	0,36
constante	5,3398	0,83	-20,1264	-0,74
N	416		416	
R <sup>2</sup>	0,2017		0,1985	
R <sup>2</sup> ajusté	0,0551		0,0593	
Statistique-F	0,75		0,79	

\*\*\* La corrélation est significative au seuil 0,1%, \*\* la corrélation est significative au seuil 1%, \*la corrélation est significative au seuil 5%.

Pour conclure, nous pouvons retenir que les mécanismes de gouvernance se sont révélés non significatifs dans l'explication de la sensibilité de la rémunération à la performance. En effet, concernant les caractéristiques du conseil d'administration, nous observons que la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général n'a pas d'incidence sur la sensibilité de la rémunération à la performance. En revanche, nous trouvons que la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration affecte négativement la relation entre la rémunération incitative et la performance de l'entreprise. Ce résultat est cohérent avec celui de Coles et *al.* (2001) qui montrent que l'indépendance des administrateurs n'agit pas en faveur d'une rémunération incitative. Par ailleurs, nous constatons que la composition du comité de rémunération n'a pas d'impact sur les différentes élasticités. Concernant la structure de propriété, nous remarquons que la part des droits de vote détenue par le dirigeant n'a pas d'incidence sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Ce résultat ne valide pas l'hypothèse d'agence qui présuppose qu'un actionariat du dirigeant plus important devrait renforcer le lien entre sa rémunération et la performance de l'entreprise. De même, et contrairement à nos attentes, les actionnaires institutionnels, qui sont censés avoir un rôle disciplinaire très important (Agrawal et Mandelker, 1992), n'affectent pas la politique de rémunération. Il en est de même pour les autres actionnaires majoritaires. En ce qui concerne les variables de contrôle, nous ne vérifions pas que les caractéristiques personnelles du dirigeant et la taille de l'entreprise ont une incidence significative sur la sensibilité de la rémunération à la variation de la richesse des actionnaires.

## 5. CONCLUSION

Ce travail est consacré à l'analyse de l'incidence des mécanismes de gouvernance sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Le cadre conceptuel de la recherche suit le paradigme dominant de la théorie de l'agence. Selon cette théorie, la présence de ces mécanismes est supposée renforcer la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. Contrairement à nos attentes, les résultats montrent que la structure de pouvoir du conseil d'administration n'a pas d'influence significative sur une politique de rémunération de type incitatif, qui viserait un alignement des intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires. Toutefois, la proportion d'administrateurs indépendants a une incidence négative bien que non significative sur l'élasticité de la rémunération globale dans les entreprises contrôlées par un actionnaire distinct du dirigeant. Ce résultat laisse supposer

l'existence d'un effet de substitution entre mécanismes d'incitation d'une part et de contrôle d'autre part. Face à la fragilité des résultats, il convient cependant d'être prudent.

En ce qui concerne la composition du comité de rémunération, les résultats montrent que les administrateurs indépendants n'exercent pas de rôle disciplinaire sur la politique de rémunération, ce qui confirme le résultat de Pochet et Yeo (2004), selon lequel les membres indépendants de ce comité de rémunération sont plutôt nommés pour satisfaire de manière formelle aux exigences des codes de bonne pratique de gouvernance.

A propos de la structure de propriété, nous remarquons que ni la concentration de la propriété ni la nature des actionnaires n'ont d'incidence significative sur la politique de rémunération des dirigeants.

Au final, la faiblesse du lien entre les mécanismes de gouvernance et la rémunération des dirigeants pose la question des limites liées à notre travail.

La première limite est liée à l'utilisation du paradigme dominant de la théorie de l'agence. St-Onge et Magnan (2008) signalent que les prescriptions issues de cette théorie ne sont pas validées par les faits. L'intégration de nouvelles perspectives (la perspective politique et la perspective de psychologie sociale) permettrait de mieux comprendre le débat sur la rémunération des dirigeants (St-Onge et *al.*, 2001).

Une autre limite réside dans l'hypothèse que le lien entre les mécanismes de gouvernance et la rémunération des dirigeants est statique. Or, en réalité, ce lien est vraisemblablement dynamique et dépend d'un dispositif complexe (lui-même soumis à des évolutions dynamiques) qui encadre la prise de décision en matière de politique de rémunération. Autrement dit, il est plus important de savoir, à un instant donné, qui a la capacité de fixer la rémunération des dirigeants et en fonction de quoi les décisions sont prises. En effet, la rémunération des dirigeants est une décision très importante dans la mesure où elle concerne potentiellement les différents partenaires de la firme (actionnaires, salariés, dirigeants, créanciers, investisseurs institutionnels,...). Comme toute autre décision, la décision en matière de rémunération des dirigeants peut être présentée comme un processus : l'initiative, la ratification, la mise en œuvre et le contrôle (Fama et Jensen, 1983). Toutefois, tout au long de ce processus, les différentes parties prenantes peuvent potentiellement intervenir, *via* les mécanismes de gouvernance (conseil d'administration, comité de rémunération, médias, tribunaux,...), pour exercer une influence plus ou moins forte sur la décision de rémunération des dirigeants. D'où l'objectif de notre prochain travail qui consiste à mettre l'accent sur les différents facteurs qui peuvent influencer les différentes étapes du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants.

**Tableau 27 : Synthèse des principaux résultats**

N°	Hypothèse	Résultat attendu	Résultat observé	Significativité
1	Indépendance du conseil	(+)	(+) pour la rémunération fixe et (-) pour la rémunération incitative et globale.	non significatif
2	Structure du conseil	(+)	(-) pour tous les modèles et (+) pour sensibilité de la rémunération globale à la performance comptable	non significatif
3	Comité de rémunération	(+)	(-) pour tous les modèles et (+) pour sensibilité de la rémunération fixe et globale à la performance comptable.	non significatif
4	Indépendance du comité	(+)	(+) pour tous les modèles et (-) pour sensibilité de la rémunération fixe et globale à la performance comptable.	non significatif
5	Concentration du capital	(-)	(-) sauf pour la sensibilité de la rémunération fixe et globale à la performance boursière et sensibilité de la rémunération incitative à la performance comptable	non significatif
6	Actionnariat des dirigeants	(+)	(+) sauf la sensibilité de la rémunération incitative et globale à la performance boursière et sensibilité de la rémunération fixe à la performance comptable	non significatif
7	Actionnariat des institutionnels	(+)	(+) seulement pour la sensibilité de la rémunération fixe à la performance boursière et sensibilité de la rémunération incitative à la performance comptable	non significatif
8	Actionnariat des salariés	(+)	(+) pour la sensibilité de la rémunération incitative et globale à la performance boursière et sensibilité de la rémunération fixe à la performance comptable	non significatif

# TROISIEME PARTIE : PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : CAS VINCI

## 1. INTRODUCTION

De toutes les questions associées à la gouvernance des entreprises qui ont été soulevées depuis le début de la crise économique peu ont autant retenu l'attention de la presse ou entraîné la colère publique que la question de la rémunération des dirigeants.

Les critiques à l'égard des politiques de rémunération se sont focalisées essentiellement sur les instances et les processus de sa détermination. Plus particulièrement, les régimes de rémunération que certains jugent comme excessifs et inefficaces ont laissé supposer qu'il n'y aurait pas de procédure de rémunération transparente permettant de savoir comment sont prises les décisions et quels en sont les décideurs. Pourtant, sur le plan juridique, la fixation de la rémunération globale des dirigeants est une prérogative du conseil d'administration. En effet, les articles L225-47 et L225-53 *alinéa* 3 du Code du Commerce prévoient que la rémunération des directeurs généraux est déterminée par le conseil d'administration (ou conseil de surveillance selon l'entreprises). Ce dernier peut être assisté par un comité de rémunération et des consultants en rémunération, dont le rôle est de guider le conseil afin que celui-ci prenne la décision la plus adéquate. Ainsi, le *design* de la rémunération des dirigeants fait référence au choix par le conseil d'administration d'une pondération entre les différents modes de rémunération possibles (salaire de base, bonus, stock-options,...) afin d'inciter le dirigeant à maximiser la performance de l'entreprise (Eminet et *al.*, 2009). C'est pourquoi la plupart des recherches sur ce sujet se sont focalisées d'une part sur les effets de la rémunération sur la performance (Jensen et Murphy, 1990a ; Sigler, 2011), d'autre part, sur le rôle de certains mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants (Core et *al.*, 1999 ; Cordeiro et Veliyath, 2003 ; Broye et Moulin, 2101).

Toutefois, la lecture de ces travaux qui s'inscrivent dans le cadre traditionnel de la théorie de l'agence nous a permis de relever deux limites. Premièrement, nous pouvons constater la domination de la perspective actionnariale d'essence disciplinaire. Or, durant ces dernières années, de multiples études ont mis en évidence les limites de cette perspective. En effet, le pouvoir explicatif réduit du modèle actionnarial, notamment lorsqu'on cherche à comprendre

le fonctionnement de systèmes non anglo-saxons et le rôle insignifiant joué par les actionnaires dans le financement des entreprises ont conduit à explorer d'autres voies. Dans ce sens, de nouvelles perspectives d'origine partenariale, cognitive et comportementale proposent une approche alternative ou complémentaire par rapport au courant dominant (Charreaux et Wirtz, 2006). Ces nouvelles approches visent à élargir le cadre d'analyse traditionnel de la gouvernance en mettant en cause deux principales hypothèses : les actionnaires seraient les seuls créanciers résiduels (mise en cause par l'approche partenariale) et le levier disciplinaire serait le seul levier d'action (mise en cause par l'approche cognitive et comportementale). Deuxièmement, les résultats des différentes études empiriques sont la plupart du temps non concluants. Ce manque de robustesse peut être expliqué par le fait que ces travaux supposent que le lien de la rémunération des dirigeants avec la performance de l'entreprise ou avec les mécanismes de gouvernance est statique. Afin de dépasser ces résultats contradictoires, nous pouvons raisonnablement supposer que ces deux liens sont plutôt dynamiques et dépendent du dispositif (lui-même soumis à des évolutions dynamiques) qui encadre la prise de décision en matière de politique de rémunération. Ainsi, pour mieux comprendre le débat sur la rémunération des dirigeants, nous pensons qu'il pourra être intéressant de mettre l'accent sur le processus conduisant à la définition et à la mise en œuvre de la politique de rémunération des dirigeants des entreprises cotées. Autrement dit, nous allons étudier le processus de détermination de la rémunération, tel qu'il se déroule réellement, avec ses différents acteurs et mécanismes.

Notre objectif est d'apporter une vision la plus complète possible du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Pour cela, nous avons besoin d'un cadre théorique élargi, alliant plusieurs dimensions afin d'aboutir à une représentation la plus riche possible. C'est pourquoi nous avons choisi de mener notre recherche en utilisant la grille de lecture élargie proposée par Charreaux (2008a). Il s'agit d'un méta-modèle de la gouvernance qui prend en compte le lien entre les systèmes de gouvernance et l'espace discrétionnaire des dirigeants. En effet, ce méta-modèle cumule à la fois les différents courants de la gouvernance (disciplinaire, cognitive et comportementale) et la théorie des échelons supérieurs (Hambrick et Mason, 1984). Ce modèle a pour principal avantage de ne pas être axé sur un seul levier d'action mais les intègre tous et considère, par ailleurs, le dirigeant comme un acteur qui interagit de façon dynamique avec le système de gouvernance et ses protagonistes (Wirtz, 2008b).

Cet article est structuré de la façon suivante. Tout d'abord, nous exposons l'état de l'art nous permettant de construire notre cadre d'analyse qui présente le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une gouvernance élargie. Ensuite, nous décrivons notre méthodologie de recherche afin d'évaluer la plausibilité de nos propositions. L'analyse de nos résultats est détaillée dans un troisième point. Enfin, nous présentons notre conclusion.

## **2. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : UNE ANALYSE THEORIQUE**

Cet article a pour but d'étudier le processus de détermination de la rémunération des dirigeants tel qu'il se déroule réellement avec ses différents acteurs et mécanismes. Pour y arriver, nous présentons dans un premier temps les divers courants théoriques de la gouvernance d'entreprise en débutant avec la gouvernance disciplinaire jusqu'à la description de la gouvernance élargie, qui nous semble l'approche la plus pertinente à utiliser dans l'étude de la politique de rémunération des dirigeants. Nous allons ensuite relier ce cadre élargi de la gouvernance au processus de fixation de rémunération des dirigeants. Mais avant d'étudier ce processus, il convient d'étudier quels sont les différentes composantes d'une politique de rémunération ainsi que ses objectifs.

### **2.1. CHOIX DU CADRE THEORIQUE**

Ce point retrace l'évolution des théories de la gouvernance d'entreprise. Il part de la vision financière actionnariale issue de la théorie de l'agence. Cette vision traditionnelle qui a dominé le champ des recherches en gouvernance, a tout d'abord été remise en cause par l'approche pluraliste qui prend en compte l'ensemble des parties prenantes. Deux courants plus récents sont venus enrichir ces deux approches : d'une part, la vision cognitive qui met l'accent sur les leviers cognitifs et non plus simplement disciplinaires de la création de valeur, et d'autre part, la vision comportementale qui prend en compte l'effet des biais comportementaux sur les décisions managériales.

#### **2.1.1. Gouvernance disciplinaire**

Le courant disciplinaire s'appuie sur la vision contractuelle de la firme, issue des théories des droits de propriété, des coûts de transaction et de l'agence. Selon cette vision, la firme est un

« *nœud de contrats* » entre les différents acteurs aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information est différent. Le courant disciplinaire de la gouvernance est généralement scindé en deux approches : l'approche actionnariale et l'approche partenariale. Dans la première, seule la valeur actionnariale est prise en compte afin de mesurer l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Quant à la deuxième approche, elle a été entreprise pour appréhender l'influence et le rôle des autres parties prenantes pour discipliner et inciter les dirigeants. Quel que soit l'approche, « *la fonction des systèmes de gouvernance est de discipliner les dirigeants de façon à aider à la réduction des pertes d'efficience d'origine informationnelle* » (Charreaux, 2011, p.3).

#### 2.1.1.1. Approche actionnariale

L'approche disciplinaire actionnariale est largement dominante en recherche sur la gouvernance d'entreprise. Elle trouve son origine dans la théorie de l'agence, notamment sur l'analyse pionnière de Jensen et Meckling (1976). Ces deux auteurs mettent en évidence la relation d'agence existant entre les actionnaires et les dirigeants lorsque ces derniers ne sont pas propriétaires du capital. De cette relation sont nés des conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants, qui engendrent des coûts d'agence<sup>74</sup> venant réduire la création de valeur dans la firme. Ces coûts incitent à la mise en place des mécanismes de gouvernance. Leur objectif est de contraindre le dirigeant à maximiser la valeur revenant aux actionnaires. Selon Charreaux (1997a), les mécanismes de gouvernance peuvent être classifiés selon leur provenance (interne ou externe) ou bien selon leur spécificité et leur intentionnalité.

Dans cette approche, les seuls créanciers résiduels sont les actionnaires et l'efficacité des mécanismes se mesure par rapport à la seule valeur actionnariale<sup>75</sup>. Les travaux dans ce courant portent en grande partie sur le rôle du conseil d'administration, la rémunération des dirigeants ou encore la prise de contrôle des entreprises. Toutefois, l'efficacité de ces divers mécanismes en matière d'effet sur la valeur actionnariale est ambiguë (Becht et *al.*, 2003). Dans ce sens, Charreaux (2004) explique cette ambiguïté par les effets de complémentarité et de substitution entre ces mécanismes, ce qui peut conduire à conclure que le pouvoir explicatif de cette approche focalisée sur un seul mécanisme à la fois est limité. L'auteur

---

<sup>74</sup> Selon Jensen et Meckling (1976), les coûts d'agence sont constitués d'abord, des coûts de surveillance de l'agent qui sont destinés à observer si leur action contrevient ou non aux intérêts du principal. Ensuite, les coûts d'engagement que l'agent a intérêt à mettre en œuvre pour mettre le principal en confiance. Enfin, les pertes résiduelles qui correspondent aux pertes occasionnées par l'impossibilité d'avoir un contrôle total de l'agent.

<sup>75</sup> Généralement, les mesures retenues pour mesurer la valeur actionnariale sont l'*Economic Value Added*(EVA) ou le *Market Value Added* (MVA)

ajoute aussi que ce modèle ne permet pas d'expliquer le fonctionnement des systèmes non anglo-saxons où l'Etat et les banques jouent un rôle important dans le financement des entreprises. En outre, et toujours selon Charreaux (2004), le réalisme de cette approche est remis en question par le rôle de plus en plus marginal joué par les actionnaires dans le financement des entreprises<sup>76</sup>. Par ailleurs, l'approche actionnariale suppose implicitement un comportement passif des dirigeants face aux mécanismes de gouvernance (Charreaux, 1996). Le comportement du dirigeant est censé être contrôlé par les différents systèmes disciplinaires. Toutefois, certains auteurs ont montré que les mécanismes de gouvernance ne sont jamais efficaces à 100% et les dirigeants peuvent posséder une certaine latitude. Ces recherches prennent en compte la possibilité d'un comportement actif, sous forme de stratégies d'enracinement du dirigeant qui favorisent leur utilité personnelle (Shleifer et Vishny, 1989). En effet, le dirigeant chercherait à rendre son remplacement plus coûteux pour les actionnaires en investissant dans des projets idiosyncratiques<sup>77</sup> (Shleifer et Vishny, 1989), en manipulant les informations (Stiglitz et Edlin, 1992) ou bien en contrôlant les ressources (Ravid et Sudit, 1994). Ces différentes stratégies permettent au dirigeant de conserver ou d'augmenter sa latitude managériale ce qui laisse supposer qu'il ne reste pas passif face aux mécanismes visant notamment à le contrôler et qu'il peut tout à fait les neutraliser.

La reconnaissance de l'existence d'un espace discrétionnaire modulable par le dirigeant ouvre la voie à une réflexion dynamique sur l'évolution du système de gouvernance, potentiellement façonné par le dirigeant lui-même.

#### 2.1.1.2. Approche partenariale

Inspirée par la théorie des parties prenantes de Freeman (1984), la recherche sur la gouvernance partenariale trouve son origine dans la représentation de la firme comme une équipe de facteurs de production au sein de laquelle la rente organisationnelle est le résultat des synergies entre ces différents facteurs (Charreaux, 2004). Cette approche - impulsée par les travaux de Blair (1995), de Charreaux et Desbrières (1998) et de Zinglas (2000) - conteste le statut de créanciers résiduels exclusifs des actionnaires. En effet, selon l'approche partenariale, toutes les parties prenantes (*stakeholders* en anglais) assument une part du risque. Par conséquent, il est légitime qu'ils reçoivent une part de la valeur créée :

---

<sup>76</sup> Fama et French (1999) montrent que la part de l'investissement financée par fonds propres externes n'est que 7-9% aux Etats-Unis sur la période 1951-1996.

<sup>77</sup> Un investissement est dit idiosyncratique si la rentabilité est liée à la présence du dirigeant à la tête de l'entreprise.

« ...les décisions de la firme entraînent des conséquences pour l'ensemble des stakeholders, et la notion de valeur créée doit être à même, selon le principe d'efficacité, de prendre en compte l'intégralité de ces derniers (Milgrom, Roberts, 1992) » (Charreaux et Desbrières, 1998, p.58-59).

Brandenburger et Stuart (1996) définissent la valeur créée comme la somme des écarts existant entre la rémunération offerte aux différentes parties prenantes de l'entreprise et le prix minimum qu'elles demandent pour continuer à coopérer.

Ainsi, comme toutes les autres parties prenantes, le dirigeant fournit un actif immatériel, acte pour lequel il désire se faire dédommager de façon pécuniaire ou non. Toutefois, Hill et Jones (1992) montrent des particularités du dirigeant par rapport aux autres stakeholders. En effet, il est considéré comme le seul acteur à être en relation avec l'ensemble des parties prenantes et le seul à avoir un contrôle direct sur la prise de décision dans l'entreprise. Dans ce sens, Castanias et Helfat (1991) accordent une attention particulière au rôle du dirigeant dans la création de la rente organisationnelle en mettant l'accent sur les rentes managériales qui ne sont créées que grâce aux capacités des dirigeants. Autrement dit, les connaissances spécifiques des dirigeants peuvent être source de rentes qui profitent aussi bien à la firme, aux actionnaires qu'à eux-mêmes.

Ainsi, contrairement à l'analyse traditionnelle, les stratégies d'enracinement des dirigeants dans l'approche partenariale n'ont pas des conséquences néfastes sur la création de la valeur (Castanias et Helfat, 1991; Charreaux, 1996) :

« L'enracinement, en sécurisant la rentabilité de l'investissement en capital humain spécifique à la firme, incite le dirigeant à s'investir davantage, ce qui peut produire une plus forte rente organisationnelle » (Charreaux, 2004, p.9)

En conclusion, sous cet angle partenarial, l'efficacité du système de gouvernance s'évalue en fonction de sa capacité à garantir la viabilité de la coalition entre les parties prenantes de l'entreprise, afin qu'elle soit durablement créatrice de valeur pour tous (Vatteville, 2008).

Toutefois, cette approche n'échappe pas à un certain nombre de limites. Les objectifs de l'ensemble des parties prenantes sont multiples, hétérogènes et difficile à satisfaire, ce qui pose la question du contrôle de la conformité des actions de l'organisation avec ces objectifs (Meier et Schier, 2008). De même, dans l'approche partenariale, et comme pour l'approche actionnariale, la création de valeur est d'origine disciplinaire : il s'agit de trouver une répartition optimale de la rente créée permettant de minimiser les conflits. Toutefois, la création de valeur ne se réduirait pas à un simple problème de discipline, mais comporterait

également d'autres dimensions. Ainsi, le courant cognitif, que nous examinons à présent, constitue une ouverture certaine pour appréhender le processus de création de valeur.

### **2.1.2. Gouvernance cognitive**

Les visions tant actionnariales que partenariales adoptent une vision *juridico-financière* de la gouvernance axée sur les leviers disciplinaires censés assurer la répartition qui maximise la valeur (c'est-à-dire qui minimise les coûts d'agence). La vision cognitive, quant à elle, est axée sur les leviers cognitifs, liés à l'innovation et à l'apprentissage susceptibles de créer de la valeur. Issue de divers courants de recherche en stratégie, l'approche cognitive met en avant le rôle central des connaissances et non plus seulement des informations. Si dans les théories contractuelles ces deux notions étaient confondues et l'information occupait une place importante, dans les théories cognitives elles sont plutôt distinguées. Contrairement à l'information qui est vue comme un ensemble fermé et objectif<sup>78</sup> de données relatives aux conséquences des événements possibles, la connaissance est un ensemble ouvert et subjectif, résultant de l'interprétation de l'information par les individus en fonction de leurs modèles cognitifs. Dans ce sens, la construction d'une opportunité d'investissement inédite ne dépend pas uniquement d'informations mais également de la connaissance spécifique de ses concepteurs. Dans ce courant, la vision de la firme correspond à une entité productive plutôt qu'un nœud de contrats. La création de valeur dépend ainsi de la recherche, de la construction, et de la valorisation des opportunités ainsi que du développement d'un savoir-faire managérial et organisationnel spécifique (Wirtz, 2006). La prise en compte de la dimension cognitive de la création de valeur conduit à une nouvelle conception du rôle de système de gouvernance (Charreaux, 2011), celui-ci est perçu comme un moyen d'acquérir du pouvoir pour capter des richesses et non plus comme un levier disciplinaire visant les dirigeants opportunistes (Charreaux, 2004).

Notons toutefois que cette dimension cognitive de la gouvernance ne doit pas exclure la dimension disciplinaire (Finet, 2012). En effet, la plupart des chercheurs spécialisés dans ce domaine considèrent que les deux approches se complètent ou se substituent. A titre d'exemple, et en se référant au cas du groupe Air Liquide, Wirtz (2006) propose un cadre conceptuel permettant d'intégrer à la fois la dimension disciplinaire et cognitive en montrant que le poids respectif de ces deux leviers dépend de la nature des connaissances propres à chaque stade de développement d'une entreprise. L'auteur fait ressortir le potentiel

---

<sup>78</sup> C'est-à-dire potentiellement accessible à tous les individus

d'asymétrie de connaissances entre un dirigeant et ses actionnaires dans les jeunes entreprises de hautes technologies. Celui-ci est source de conflits qui résultent de l'incompréhension mutuelle entre ces deux parties. Ces conflits sont la source de coûts cognitifs <sup>79</sup>(Charreaux, 2002).

Comme pour le courant disciplinaire, Charreaux (2005) trouve que dans le courant cognitif, les erreurs liées aux biais comportementaux des agents économiques (particulièrement ceux des dirigeants) ne sont pas complètement prises en considération. Pour pallier à cette limite, l'auteur propose d'intégrer un troisième courant à savoir le courant comportemental.

### **2.1.3. Gouvernance comportementale**

Le courant comportemental s'est constitué à l'origine pour expliquer les anomalies des marchés financiers par rapport au paradigme dominant de l'efficacité informationnelle.

Selon Charreaux (2005), l'intégration de cette dimension dans la gouvernance des entreprises a fait l'objet de peu d'études (Wirtz, 2002 ; Jensen et Murphy, 2004). Cette intégration est inspirée du Modèle « *Pain Avoidance Model* » (le modèle d'évitement de la douleur) qui explique le comportement irrationnel des individus (Jensen, 1994).

Cette approche apporte une certaine nouveauté par rapport aux théories précédentes dans la mesure où elle prend en compte l'impact des biais comportementaux sur les décisions des agents économiques, particulièrement celles des dirigeants mais pas seulement. Ces biais sont définis « *en faisant référence à une norme idéale correspondant au comportement qui résulterait d'une rationalité parfaite, substantielle* » (Charreaux, 2005, p. 217).

Plusieurs auteurs se sont interrogés sur l'origine des biais décisionnels. Toutefois, la classification de ces biais est loin d'être normalisée, mais on peut distinguer généralement les biais d'origine cognitifs et ceux d'origine émotionnels. Pour en avoir une classification plus complète, on peut se référer à la typologie de Greenfich (2005), qui propose une classification des biais selon leur origine cognitive ou émotionnelle, ou encore selon leur nature individuelle ou collective (Tableau 28).

---

<sup>79</sup> Wirtz (2006) fait la distinction entre trois sortes de coûts cognitifs : les coûts de *mentoring* engendrés pour mettre aux normes le comportement des dirigeants aux usages en vigueur dans le monde professionnel de leurs partenaires, les coûts de conviction, engagés pour faire comprendre l'intérêt intrinsèque d'un projet et les coûts cognitifs résiduels liés à la part d'incompréhension qui subsiste.

**Tableau 28 : Typologie des principaux biais en finance comportementale**

	<b>Biais individuels</b>	<b>Biais collectifs</b>
<b>Biais cognitifs</b>	Ancrage, attention, croyances, surcharge cognitive, cadrage, heuristique, irrationalité, représentativité, compartimentage mental,...	Cascades, croyances communes, consensus, manipulation, mimétisme, paradigmes, percolation, anticipations rationnelles
<b>Biais émotionnels</b>	Addiction, effet de dotation et d'héritage, attentisme et attentes magiques, abnégation, cupidité, peur, aversion pour les pertes et les regrets, pensée magique, optimisme, confiance, orgueil, statu quo	Conformisme, épidémie/contagion, manies, pensée ou lubies de groupe/ inhibitions, hystérie collective, modes, comportement moutonnier, pression des pairs...

*Source : Greenfinch (2005)*

Leur prise en considération amène à redéfinir le rôle du système de gouvernance. Ces biais seraient à l'origine de pertes de valeur plus importantes que celles liées à l'opportunisme des dirigeants (Charreaux, 2011). Le rôle du système de gouvernance consiste alors à éviter ces biais ou bien à corriger leurs effets négatifs (Charreaux, 2008a).

L'objectif de ce point était de présenter les différents courants théoriques de la gouvernance pouvant être utilisés dans l'étude du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Nous avons développé trois approches ayant chacune une vision particulière de la création de valeur et de l'utilisation des mécanismes de gouvernance (Tableau 1). Afin de choisir le cadre le plus approprié à l'étude du processus décisionnel, nous exposons dans le prochain développement l'objet de la politique de rémunération ainsi que ses différentes composantes.

## **2.2. LA POLITIQUE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : OBJET ET COMPOSANTES**

Le processus de décision en matière de rétribution des dirigeants pose le problème de la politique de rémunération. Ainsi, il convient de cerner le concept de politique de rémunération

en faisant état de ses composantes, ce qui permet d'identifier les possibilités qui s'offrent aux décideurs pour rétribuer les dirigeants. Nous déterminerons par la suite les différents objectifs auquel la rémunération répond potentiellement, et qui sont susceptibles de motiver la politique en la matière

### **2.2.1. Les différentes composantes de la rémunération des dirigeants.**

Les entreprises disposent d'un grand choix en matière du « *package* » de rémunération des dirigeants. A ce titre, le salaire de base s'avère la composante la plus répandue. Ce dernier est souvent complété par l'attribution du bonus annuel et par des rémunérations à long terme (les stock-options et les actions gratuites). Les dirigeants peuvent également bénéficier d'avantages en nature, de primes de départ et de régimes de retraite supplémentaires. Dans ce qui suit, nous présenterons ces différentes composantes. Cette description sera faite en se référant essentiellement au travail de Garnotel (2011).

#### 2.2.1.1. Salaire de base

Le salaire de base est souvent déterminé relativement à la moyenne de l'industrie pour un poste comportant des responsabilités similaires. Il est ajusté en fonction de la taille de l'entreprise (en termes de chiffre d'affaire ou de capitalisation boursière) et de son secteur d'activité. Par ailleurs, la rémunération fixe du dirigeant sert de référence pour le calcul des autres composantes, notamment le bonus annuel ou encore la rente de retraite Garnotel (2011). Ainsi, la variation du salaire de base peut avoir des conséquences sur les autres composantes de la rémunération. Ces dernières années, le salaire de base constitue un enjeu moins central pour les entreprises Cette relative perte d'importance du salaire est due à l'augmentation soutenue de la valeur des incitations à court terme et à long terme (Gomez-Mejia et *al.*, 1995).

#### 2.2.1.2. Les incitations à court terme

Les incitations à court terme représentent aujourd'hui une composante importante de la rémunération globale des dirigeants d'entreprises. Ils correspondent aux primes versées aux dirigeants pour l'atteinte d'objectifs fixés au préalable et dont l'atteinte se fait sur une période n'excédant pas un an. Le bonus annuel est souvent exprimé en pourcentage de la part fixe de la rémunération du dirigeant. Il revient à faire dépendre une partie de la rémunération des

dirigeants à des critères de performance. Ces derniers peuvent reposer sur des mesures financières (le résultat net avant ou après impôt, la rentabilité des capitaux engagés,...) ou boursières (le rendement de l'action, la performance relative de l'action par rapport à l'indice boursière,...). Ces critères peuvent être additifs, c'est-à-dire que chaque critère déterminera un montant de bonus indépendamment des autres critères ou multiplicatifs, c'est-à-dire que le bonus attribué pour une mesure de performance peut augmenter ou diminuer en fonction de l'atteinte d'un critère de performance (Garnotel, 2011). Toujours dans le cas de détermination d'un bonus annuel, deux critères doivent être précisés. D'une part, les critères financiers de la performance peuvent comporter des risques. En effet, le dirigeant peut gérer ou manipuler les données comptables afin de maximiser son bonus annuel. Il peut également négliger des investissements à court terme lorsque la valeur de ces derniers ne serait enregistrée qu'à plus long terme. D'autre part, les critères boursiers ne sont pas toujours pertinents pour récompenser les efforts du dirigeant. En effet, ces critères reposeront en partie sur l'évolution des cours en bourse. Toutefois, le dirigeant n'est pas le seul responsable de l'évolution des cours, il existe d'autres éléments extérieurs qui peuvent l'influencer.

#### 2.2.1.3. Les incitations à long terme

L'objectif supposé de cette composante est d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires afin d'accroître la performance de l'entreprise. Les incitations à long terme prennent généralement deux formes : les stock-options et les actions gratuites

- *Les stock-options*

Il s'agit des droits consentis par une entreprise à ses dirigeants sans aucune contrepartie (Batailler, 2005). Ces droits donnent à leurs détenteurs la faculté d'acheter ou de souscrire des actions de leur entreprise à un prix fixé dès l'attribution du droit (pris de l'exercice), et à une date ou pendant une période déterminée. Le principal objectif de la période d'indisponibilité est d'inciter les bénéficiaires de ces options à rester dans l'entreprise, les options étant très souvent perdues en cas de départ volontaire du bénéficiaire. L'objectif souvent cité 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 pour aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. L'importance des gains que peuvent procurer les stock-options conduirait 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).

Toutefois, cette forme de rémunération peut donner aussi lieu à des comportements opportunistes. En effet, les dirigeants ont fréquemment détourné les stock-options de leur finalité pour servir leur propre intérêt au détriment de ceux des actionnaires. Cette dérive s'est manifestée par une pratique du *backdating* qui consiste à choisir la date d'attribution de stock-options de manière rétroactive, la date d'attribution donnée étant celle à laquelle le cours de l'action était le plus bas dans une période donnée. Cette pratique permet de sous-évaluer la rémunération que perçoivent les dirigeants d'entreprise, puisque la valeur intrinsèque annoncée des options est nulle, alors qu'en réalité le jour où ces options ont véritablement été attribuées, la valeur intrinsèque était positive.

- *Les actions gratuites*

C'est la possibilité offerte à une société de proposer à ses dirigeants d'acquérir gratuitement ses actions. La loi<sup>80</sup> impose de conserver les actions gratuites pendant une durée minimale de 2 ans. Notons aussi que les dirigeants ayant individuellement plus de 10% du capital social de l'entreprise, ne peuvent pas bénéficier de ces actions.

L'attribution d'actions gratuites peut être soumise à des conditions de performance définies par l'assemblée générale extraordinaire.

L'attribution d'actions gratuites sans conditions de performance présente un inconvénient similaire à celui des stock-options à savoir que l'évolution du cours de l'action conditionne le gain des dirigeants (Ginglinger, 2005). En effet, l'évolution positive du marché peut entraîner des gains importants pour le dirigeant sans qu'il soit responsable de cette évolution.

#### 2.2.1.4. Les avantages sociaux et non monétaires

Les avantages sociaux et les reconnaissances non pécuniaires constituent la dernière composante de la rémunération du dirigeant.

Concernant les avantages sociaux, il s'agit souvent de régimes de retraite, de régimes supplémentaires de retraite, d'assurance maladie, d'assurance vie, d'assurance décès ou encore d'assurance invalidité.

---

<sup>80</sup> Loi n° 2004-1484 du 30 décembre 2004.

En outre, le dirigeant peut bénéficier de plusieurs avantages non monétaires. On retrouve deux types de reconnaissance non pécuniaire principaux: les gratifications et les parachutes dorés. Les gratifications sont des avantages (ou cadeaux) qui sont offerts aux dirigeants et qui sont plus ou moins reliés à leur emploi. Par exemple la mise à sa disposition d'un logement, d'une voiture de fonction, d'un chauffeur, etc... A ces avantages particuliers s'ajoutent les parachutes dorés. Il s'agit d'un régime qui protège le dirigeant des conséquences financières d'une perte d'emploi en prévoyant le paiement de sommes substantielles en cas de terminaison involontaire de son lien d'emploi avec l'entreprise.

### **2.2.2. Les objectifs de la politique de rémunération des dirigeants.**

D'une manière générale, une entreprise cherche à travers une politique de rémunération d'attirer les bons cadres à un coût raisonnable, de maintenir les bons cadres (et les encourager à quitter l'entreprise au moment opportun) et, enfin, de motiver les dirigeants à créer de la valeur à long terme en évitant les actions qui peuvent détruire cette valeur.

#### 2.2.2.1. Attirer le meilleur dirigeant

Dès sa création et tout au long de son existence, l'entreprise se trouve dans l'obligation de compter sur une équipe dirigeante afin de gérer efficacement ses affaires.

L'entreprise doit donc chercher à recruter le dirigeant le plus adapté à ses structures et le plus compétent. Dans ce cadre, une politique de rémunération intéressante peut servir à attirer le candidat le plus adapté. Ce dernier va mettre à la disposition de l'entreprise ses connaissances et ses services afin de permettre à cette dernière d'améliorer sa performance. Selon Nichols et Subramaniam (2001), il existe une corrélation positive entre les compétences recherchées par l'entreprise et le régime de rémunération à mettre à place.

Donc, pour recruter le meilleur dirigeant, la firme doit consentir à lui accorder un régime de rémunération suffisamment attirant. Une fois que le dirigeant accepte le poste, l'entreprise poursuivra deuxième objectif de la politique de rémunération à savoir assurer sa fidélité.

#### 2.2.2.2. Fidéliser le dirigeant

La concurrence entre les firmes pour attirer le meilleur dirigeant incite les entreprises à offrir un régime suffisamment intéressant pour fidéliser leur dirigeant (Martocchio, 2004).

Le maintien d'un dirigeant au sein d'une entreprise peut constituer un lourd fardeau pour cette dernière du point de vue financier, mais peut également lui être extrêmement bénéfique. En effet, le dirigeant peut apporter plusieurs avantages à la firme, tant concurrentiels que productifs. Pour retenir son dirigeant, l'entreprise peut être amenée à réévaluer ses régimes de rémunération.

### 2.2.2.3. Motiver le dirigeant

La politique de rémunération a pour but de récompenser le travail effectué par le dirigeant. Au-delà de cette récompense, la politique de rémunération est aussi conçue à motiver le dirigeant à fournir un effort optimal. Cet objectif permet de comprendre la raison d'être des régimes de rémunération à base d'actions (stock-options, actions gratuits,...).

Selon Iacobucci (1996), étant donné que les actions sont généralement liées au rendement de l'entreprise, les dirigeants sont incités à atteindre de meilleurs résultats afin d'obtenir un meilleur rendement.

Dans le cadre de ce point, nous avons présenté les différents éléments qui composent le « *packaging* » de la rémunération d'un dirigeant. Nous avons en particulier distingué quatre principales composantes : le salaire de base, les incitations à court terme, les incitations à long terme et les avantages sociaux et non pécuniaires. Nous avons également présenté les différents objectifs d'une politique de rémunération. Cette dernière devrait en principe servir à recruter des dirigeants compétents, à assurer leur fidélité à la société et à les motiver à fournir un rendement optimal pour favoriser la création de valeur au bénéfice de l'ensemble des parties prenantes. Ce qui peut expliquer l'intervention de plusieurs acteurs dans le processus de prise de décision. Pendant longtemps, la plupart des recherches menées sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants n'ont étudié que le rôle du conseil d'administration et du comité de rémunération (Jensen 1999, Daily et *al.* 1998, Belliveau et *al.* 1996,...). Or, ces deux organes ne sont que deux mécanismes parmi d'autres qui peuvent avoir une influence sur la prise de décision en matière de rémunération des dirigeants. Selon Charreaux (1997) la gouvernance d'entreprise est un système où plusieurs mécanismes peuvent être supposés interagir de façon dynamique. Autrement dit, l'importance du rôle d'un mécanisme peut être influencé par le niveau d'intervention des autres mécanismes opérant simultanément dans les firmes (Rediker et Seth, 1995).

Dans ce qui suit, nous étudions le processus décisionnel de rémunération, tel qu'il se déroule réellement avec ses différents acteurs et mécanismes. Ces derniers représentent les vecteurs d'influence pour les différents acteurs intéressés.

### **2.3. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS DANS UN CADRE ELARGI DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE**

D'une manière générale, et selon Simon (1947), la décision n'est pas un acte ponctuel, mais un processus qui se déroule en trois étapes. D'abord, l'établissement des alternatives, avec les comportements ou actions possibles. Ensuite, la détermination des conséquences de chacune. Enfin, l'évaluation séparée de l'ensemble des conséquences. Tout en conservant un processus similaire, Fama et Jensen (1983) ont essayé d'affiner l'analyse théorique de ces étapes. Ces deux auteurs distinguent quatre étapes dans le processus de décision. Premièrement, l'initiative. Elle consiste à élaborer les projets et à définir l'ensemble des choix réalisables. Deuxièmement, la ratification. C'est le choix des propositions à mettre en œuvre. Troisièmement, la mise en œuvre. Elle consiste principalement à exécuter les différentes décisions ratifiées. Quatrièmement, la surveillance. Cette étape permet de vérifier si les résultats obtenus répondent ou non aux objectifs fixés.

D'une manière générale, dans les firmes managériales, la fonction d'initiative et de la mise en œuvre, généralement attribuées aux dirigeants, sont regroupées sur le plan analytique pour former la fonction décisionnelle. Celles de ratification et de surveillance sont associées pour définir la fonction de contrôle. Selon Fama et Jensen (1983), cette séparation est très utile dans le sens où elle permet théoriquement de réduire les coûts d'agence. En effet, le contre-pouvoir instauré, grâce à la ratification et à la surveillance, est censé permettre de contrebalancer l'opportunisme des dirigeants. Comme toute autre décision stratégique, la rémunération des dirigeants ne devrait pas échapper à cette analyse afin d'éviter que le dirigeant fixe lui-même sa rémunération.

L'objectif de cette section est d'apporter une vision la plus complète possible du processus de fixation de la rémunération des dirigeants. Pour cela, nous avons choisi de mener notre travail en utilisant la théorie élargie de la gouvernance proposée par Charreaux (2008a). Toutefois, nous focalisons l'analyse sur l'action de deux leviers (disciplinaire et comportemental) par lesquels agit le système de gouvernance sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants.

### **2.3.1. Les déterminants disciplinaires du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants : perspective actionnariale**

La théorie de l'agence, qui est considérée comme le principal fondement théorique de l'approche actionnariale, prévoit que la séparation de la propriété et du management augmente le potentiel d'opportunisme de la part du dirigeant au détriment des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Dans ce cadre, le rôle du système de gouvernance consiste à exercer une forte discipline sur le processus décisionnel afin qu'il soit conforme aux intérêts des actionnaires. Ainsi, comme toute autre décision stratégique, la décision en matière de rémunération des dirigeants est censée ne pas échapper de la discipline du système de gouvernance, de sorte que cette décision conduise à l'établissement d'un régime de rémunération qui soit en rapport avec les qualités des dirigeants, mais aussi qu'il soit bénéfique pour les actionnaires. Ces derniers cherchent à ce que la relation entre la rémunération et la performance soit forte afin d'inciter les dirigeants à exercer un effort productif en accord avec les intérêts des actionnaires (André et Schiehl, 2004). Nous pourrions donc considérer que, lorsque les régimes de rémunération sont excessifs par rapport à la performance de l'entreprise, les actionnaires souffriraient des conséquences liées à l'expropriation d'une partie de leur richesse. Cette expropriation peut paradoxalement apparaître dans les régimes de stock-options qui sont pourtant censés assurer l'harmonisation des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires en vue d'atteindre l'objectif de création de valeur (Belzile et Viger, 2004). En effet, une attribution massive de stock-options peut porter atteinte aux intérêts des actionnaires en raison des effets de dilution<sup>81</sup> que peut engendrer l'exercice des options (Desbrières et Mercier, 2001). Cette dilution peut prendre deux formes. En premier lieu au niveau de la richesse des actionnaires étant donné que les stock-options conduisent à une réduction du pourcentage de capital détenu par les anciens actionnaires. Puis au niveau du contrôle puisque l'augmentation de capital est accompagnée d'une dilution des droits de vote.

Ainsi, les actionnaires sont poussés à prêter une attention particulière à toute décision de rémunération mettant potentiellement en péril leur richesse. A cet égard, plusieurs mécanismes ont été identifiés comme un vecteur disciplinaire important pour mieux définir la politique de rémunération des dirigeants.

---

<sup>81</sup>Généralement, les stock-options peuvent prendre deux formes : les options de souscription d'actions et les options d'achat d'actions. Ces deux formes se distinguent par leurs effets sur la structure du capital de l'entreprise. Les premiers conduisent à une augmentation du capital, alors que les deuxièmes conduisent à un rachat effectué par la société elle-même (Art L.225-208 et L.225-209 du code de commerce). L'effet de dilution est révélé lorsque la société procède à un rachat d'actions au prix du marché pour les céder à un prix inférieur aux détenteurs d'options.

En s'inscrivant dans le cadre traditionnel de la gouvernance, plusieurs auteurs présument que la dimension disciplinaire est souvent associée au conseil d'administration (Fama 1980 ; Fama et Jensen, 1983). Dans cette perspective, le conseil d'administration est chargé de ratifier les décisions et de surveiller leur mise en œuvre (Fama et Jensen, 1983). Le conseil d'administration peut agir comme un dispositif de contrôle qui aide à aligner les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants, en s'assurant que ces derniers ne s'approprient pas la rente créée (Charreaux et Desbrières, 1998). Toutefois, ce rôle disciplinaire n'est véritablement important que pour les sociétés managériales à capital diffus. Selon Charreaux et Pitou-Belin (1989), dans ces entreprises, le rôle du conseil d'administration apparaît être un rôle de contrôle et non de décision. En effet, le niveau élevé de complexité des sociétés ouvertes implique que le conseil d'administration assume un rôle important de contrôle de la décision pour diminuer les coûts d'agence. Ainsi, en s'intéressant au processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, le conseil d'administration peut jouer un rôle de contre-pouvoir, essentiellement chargé de ratifier les décisions de rémunération des dirigeants et de contrôler leur mise en œuvre afin qu'elles soient conçues dans les meilleurs intérêts des actionnaires. Cette fonction disciplinaire exercée par le conseil est susceptible d'être d'autant plus efficace que le conseil est rehaussé par l'inclusion de membres indépendants de la direction (Jensen, 1993). Ces dernières années, la plupart des codes de bonnes pratiques de gouvernance, qui sont apparus suite aux scandales financiers (Enron, Parmalat, Vivendi,...), ont incité les entreprises à nommer des administrateurs indépendants, sans relation d'affaires ou de famille avec les dirigeants. D'après Wirtz (2008a), ces codes s'inscrivent dans une vision disciplinaire de la gouvernance et les recommandations concernant la composition des conseils d'administration ont pour but de prévenir les comportements opportunistes des dirigeants (Rousseau, 2003).

Toujours dans le cadre de l'approche actionnariale, d'autres mécanismes peuvent intervenir parmi lesquels on trouvera le comité de rémunération.

Les pratiques de « *bonne gouvernance* » recommandés par les diverses institutions incitent les entreprises à créer des comités spécialisés, tel que le comité de rémunération (Wirtz, 2008a). En effet, lorsqu'il se prononce sur la question de la rémunération des dirigeants, le conseil d'administration n'a pas toujours toutes les données à sa disposition pour prendre une décision optimale. Donc, le comité de rémunération est créé dans le but de faciliter le travail du conseil d'administration quant à la fixation des régimes de rémunération des dirigeants. Notons toutefois, qu'en France, la constitution d'un comité de rémunération n'est pas une

obligation légale, mais le conseil d'administration a liberté de créer cet organe dont le rôle reste consultatif et consiste essentiellement à formuler les recommandations au conseil d'administration concernant la détermination de la rémunération variable et l'octroi des stock-options (Broye et Moulin, 2010). Ainsi, dans ce contexte disciplinaire, la présence du comité de rémunération est dédiée à la prévention des comportements managériaux opportunistes en s'assurant que la rémunération soit en cohérence avec les intérêts des actionnaires. Le comité de rémunération peut être aidé dans ses missions par des consultants en rémunération afin d'obtenir un avis indépendant sur les questions relatives à la rémunération des dirigeants.

Les conseillers externes en rémunération, en raison de leur expertise, sont en mesure de proposer des stratégies de rémunération raisonnables qui prennent en compte de données comparatives sur la rémunération accordée aux dirigeants du même secteur d'activité (Crête, 2004 ; Bebchuk et Fried, 2004).

*« Most large companies rely on executive compensation consultants to make recommendations on appropriate pay levels, to design and implement short-term and long-term incentive arrangements, and to provide survey information on industry and market pay practices. In addition, consultants are routinely asked to sanctify existing compensation arrangements and to give general guidance on complex and evolving accounting, tax, and regulatory issues related to executive pay »* (Murphy et Sandino, 2010, p.1).

Dans ce sens, le recours aux consultants en rémunération peut être un moyen de rassurer les actionnaires sur l'efficacité des propositions du comité de rémunération. On remarque donc que le comité de rémunération ainsi que les consultants interviennent principalement en contraignant la phase d'initiative. Ces arguments justifient la proposition 1.

***Proposition 1 : Selon la perspective disciplinaire actionnariale, le conseil d'administration interviendrait comme un levier disciplinaire pour ratifier et surveiller en toute objectivité les décisions en matière de rémunération. Il peut être assisté dans ces missions par le comité de rémunération et les conseillers externes en matière de rémunération.***

Bien que plusieurs efforts soient faits pour assurer une meilleure décision en matière de rémunération des dirigeants, les mécanismes de gouvernance qu'on vient de décrire, ne sont pas toujours suffisants pour prévenir les comportements opportunistes. En effet, dans la pratique, le dirigeant est capable d'influencer la conception-même de sa rémunération de manière à servir ses propres intérêts. Selon l'approche du pouvoir managérial, développée par

Bebchuk et Fried (2004), la rémunération des dirigeants 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.

### **2.3.2. Remise en cause du rôle des mécanismes de gouvernance dans le cadre de l'approche disciplinaire actionnariale**

Loewenstein (2000) et Bebchuk et *al.* (2002) trouvent que les décisions en matière de rémunération ne semblent pas être prises en fonction de paramètres objectifs, ce qui laisse penser qu'elles comportent une bonne part d'arbitraire qui naît de la situation de dépendance à l'égard de la direction dans laquelle se trouvent les administrateurs (du conseil d'administration et du comité de rémunération). Cette dernière est due essentiellement aux réseaux sociaux des dirigeants.

Dans le cadre de l'approche disciplinaire actionnariale, paradigme le plus largement mobilisé, le rôle des mécanismes de gouvernance consiste à exercer une forte discipline au sein du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, de sorte que les différentes composantes de la rémunération soient définies dans les meilleurs intérêts des actionnaires. Selon Charreaux et Desbrières (1997), la vision moniste de la firme, centrée sur la relation actionnaires-dirigeant, suppose un comportement du dirigeant passif dans la mesure où il est censé être contrôlé par les différents systèmes disciplinaires. Autrement dit, le dirigeant est plutôt un rouage passif, dont la valeur est finalement « *hors sujet* » pour l'entreprise (Zenou, 2002). Or en réalité, le dirigeant peut avoir un rôle actif dans tous les processus de décision et en particulier celui de fixation de sa rémunération qui demeure l'une des voies privilégiées par lesquelles son opportunisme est en mesure de s'exprimer. En effet, le dirigeant peut mettre en avant son appartenance à un réseau relationnel pour s'assurer la maîtrise de sa rémunération (Belliveau et *al.*, 1996).

Un réseau social peut être défini comme « *un ensemble de nœuds (personnes, organisations, groupes sociaux) liés par des relations sociales (l'amitié, le transfert de ressources, [...]) d'un type spécifique* » (Laumann et *al.*, 1978, p.458). En effet, par le terme de réseau social est désigné une structure particulière qui est composée par des relations entre des individus. Ces relations peuvent prendre trois formes<sup>82</sup> (Scott, 1991) :

---

<sup>82</sup> Cette distinction était citée par Vigliano (2010)

- **Les relations personnelles** : ce sont les liens directs entre individus tel que l’amitié, le voisinage, les interconnexions des instances dirigeantes,...;
- **Les relations de capital** : elles concernent les relations existant entre des agents d’affaires qui résultent de l’octroi de crédit, de l’actionnariat,...;
- **Les relations commerciales** : elles sont les origines de liens commerciaux émanant des opérations d’achat, de vente,...

En étant centré sur les réseaux des dirigeants, plusieurs auteurs<sup>83</sup> montrent que l’appartenance d’un dirigeant français à un réseau relationnel est due essentiellement aux liens d’amitié. Ces liens se sont créés grâce au passage par les mêmes écoles (Yeo et *al.*, 2003) ou bien par les présences à de multiples conseils (Pichard-Stanford, 2000).

En analysant les formations supérieures des dirigeants français des entreprises du CAC 40 à la fin de 2007, Dudouet et Joly (2010) trouvent une forte prédominance des anciens élevés des grandes écoles (voir tableau 29): 84% des dirigeants du CAC 40 en sont issus dont 67% des très grandes écoles. Ces dernières rassemblent les écoles les plus sélectives à l’issue des classes préparatoires : Polytechnique (X), Centrale Paris, Mines de Paris, Ponts, les Télécoms et Supélec pour les filières d’ingénieurs ; HEC, l’ESSEC et l’ESCP pour les écoles de commerce et les ENS pour les filières scientifiques et littéraires, ainsi que l’IEP de Paris (Sciences Po) et l’ENA aux concours spécifiques, enfin l’INSEAD comme formation complémentaire. En outre, les autres grandes écoles correspondent aux établissements qui sont aujourd’hui membres de la Conférence des grandes écoles ou qui du moins offrent des formations sélectives semblables.

**Tableau 29 : Distribution des dirigeants du CAC 40 par type de formation**

	Très grandes écoles	Autre grande école hors très grandes écoles	Universités hors grandes écoles	Autres formations	Pas d’études
<b>Pourcentage</b>	<b>67%</b>	<b>16,6%</b>	<b>13,5%</b>	<b>1,20%</b>	<b>1,70%</b>

*Source : Dudouet et Joly (2010)*

<sup>83</sup>Kadushin (1995) ; Baurer et Bertin-Moaurot (2003).

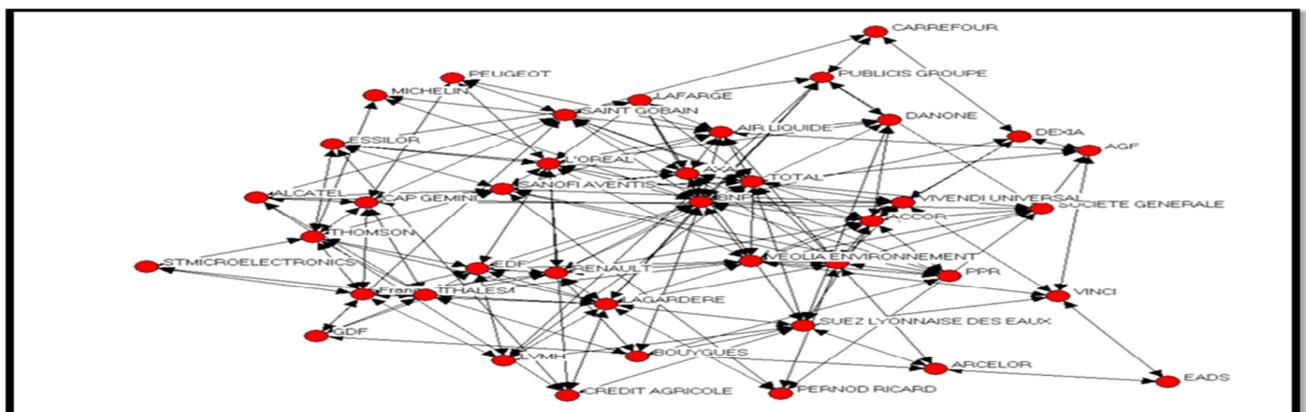
Selon Paquerot et Carminatti-Marchand (2003), il s'agit d'une particularité du modèle français de sélection des dirigeants des grandes entreprises. Ces deux auteurs remarquent que la forte présence des dirigeants issus des grandes écoles, en particulier l'ENA et Polytechnique, est liée à l'histoire et à la nationalisation des plus grandes entreprises dans les secteurs stratégiques après 1945. En effet, l'Etat a confié aux anciens élèves de ces deux écoles le soin de gérer celles-ci. 60 ans après, la plupart de ces sociétés est encore sous le contrôle de ces réseaux. Paquerot et Carminatti-Marchand (2003) ajoutent aussi que les entreprises ayant des dirigeants issus de Polytechnique ou de l'ENA à leur tête présentent une forte probabilité d'avoir un successeur à la direction membre du même réseau

« ...la probabilité d'accéder au sommet du CAC 40 sans être passé par les grandes écoles est donc faible » concluent Dudouet et Joly (2010, p.39).

Une autre spécificité du contexte français qui peut renforcer le réseau social d'un dirigeant sont les interconnexions d'instances dirigeantes. Ce phénomène existe lorsqu'un administrateur est membre dans deux ou plusieurs conseils d'administration (Scott, 1991).

« La gouvernance des firmes françaises est caractérisée par une forte densité des liens interconseils : 18% des firmes françaises ont des administrateurs multimandatés contre respectivement 15% et 12% de leurs homologues anglo-saxonnes et germaniques (Stokman et Wasser, 1985) » constate Pichard-Stanford (2000, p. 143). De même, Elouaer (2006) montre que toutes les entreprises du CAC 40 ont au moins un administrateur en commun les uns avec les autres (voir Figure 10).

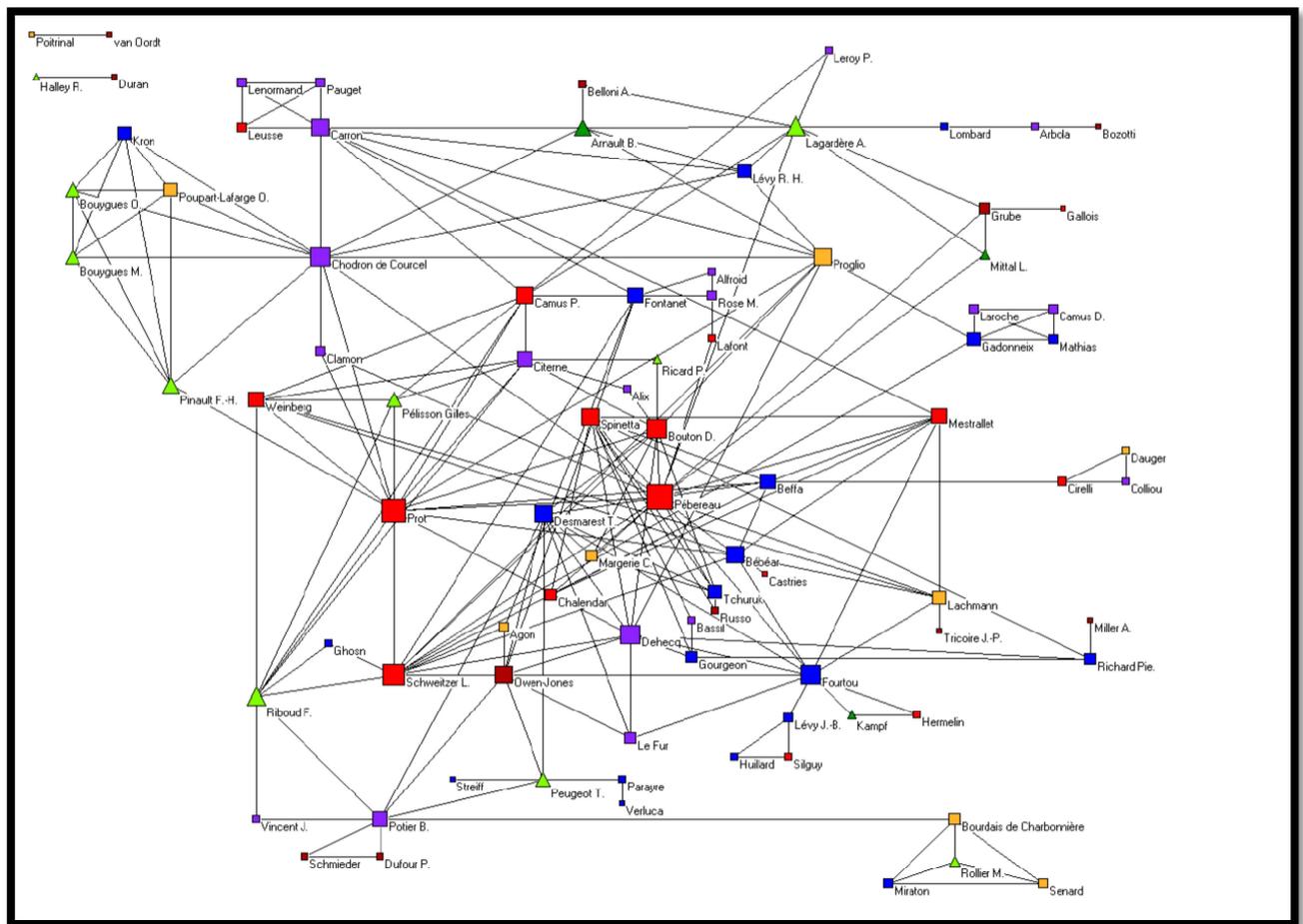
**Figure 10 : Liens interconseils entre les dirigeants du CAC 40 en 2005**



Source : Elouaer (2006)

Ces liens entre dirigeants, qui sont plus denses en France que dans d'autres pays (Figure 11), permettent au dirigeant de s'enraciner (Charreaux, 2003), et par conséquent à s'affranchir, au moins partiellement, de la tutelle de son conseil d'administration (Pigé, 1998).

**Figure 12 : Les réseaux sociaux des dirigeants du CAC 40 au 31 décembre 2007**



**Légende**  
Origines scolaires : ■ ENA-ENS ■ X-MINES-PONTS-ENST ■ HEC-ESCP-ESSEC ■ Autres ■ Etranger ▲ Fondateur ▲ Héritier

Source : OpesC (2008)

Pichard-Stamford (2000) signale que l'appartenance d'un dirigeant à un réseau relationnel a souvent fait l'objet de critiques. D'une part, les réseaux sociaux encouragent les stratégies de collusion entre administrateurs et dirigeants dans le souci mutuel à maintenir les avantages acquis (Zeitlin, 1974). D'autre part, elles empêchent une implication suffisante des administrateurs dans leurs devoirs de contrôle (Paquerot et Carminatti-Marchand, 2003). Une

étude réalisée par Investor Sight et l'Institut Français des Administrateurs en octobre 2008<sup>84</sup> relève que le cumul des mandats est mal perçu par les actionnaires<sup>85</sup> comme en témoigne la recommandation du rapport AFG-ASFFI (1998) sur la gouvernance des entreprises. Ce rapport préconise de limiter les mandats des administrateurs à trois au maximum contre huit actuellement. Dans ces conditions, et à l'instar de Charreaux, la question qui peut être posée est de savoir « *si la position du dirigeant au sein d'un réseau conduit à un relâchement de la discipline, par exemple, en affaiblissant la pression du marché des dirigeants (un reclassement facilité en cas d'éviction...), en réduisant la probabilité d'une prise de contrôle (en raison de l'existence de scrupules à attaquer la firme d'un dirigeant faisant partie du même réseau) ou, encore, en entraînant une attitude plus conciliante de la part des administrateurs (aboutissant, par exemple, à une plus forte rémunération)* » (Charreaux, 2003, p.3).

Etant centré sur la rémunération des dirigeants, Vigliano et Barré (2010) supposent que les réseaux sociaux doivent permettre au dirigeant d'atteindre ses objectifs personnels, et notamment une rémunération plus élevée. En effet, les administrateurs peuvent adopter des décisions en matière de rémunération ménageant les intérêts des dirigeants, à condition que cet effort soit récompensé par les dirigeants agissant comme administrateurs dans leurs firmes (Hallock, 1997 ; Bebchuk et Fried, 2004). Sur cette base, le pouvoir détenu par le dirigeant, grâce à ces relations, peut atténuer le contrôle du conseil d'administration ou bien influencer les initiatives prises par le comité de rémunération.

En plus des réseaux sociaux des dirigeants, les administrateurs sont dépendants de la direction en raison de la gratitude qu'ils ressentent d'avoir occupé un poste prestigieux, lucratif et peu exigeant (St-Onge et Mignan, 2008). A titre d'exemple, un administrateur américain peut toucher en moyenne une rémunération de 180000 dollars pour 20 jours de travail (Moriarty, 2006). Concernant le contexte français, Broye et Moulin (2012) trouvent qu'en moyenne l'ensemble des administrateurs non exécutifs ont reçu pour la période allant de 2005 à 2007 une enveloppe de 454 k€ par entreprise.

Comme ce sont les dirigeants qui soumettent généralement les noms des administrateurs aux actionnaires afin qu'ils les élisent, les administrateurs, et pour poursuivre leur mandat le plus longtemps possible, peuvent être tentés de favoriser le dirigeant à propos des questions le

---

<sup>84</sup> Cette étude a été citée par Dardour (2009). Elle a été réalisée en collaboration avec la Fédération Française des Clubs d'Investissement et NYSE Euronext, auprès de 817 actionnaires individuels dans les sociétés du CAC 40 et les MidCaps sur le thème « Pouvoir et contre-pouvoir dans les entreprises »

<sup>85</sup> Les termes utilisés pour désigner le cumul mandat sont « *connivence* », « *clientélisme* », « *favoritisme* », « *mafia* »,...

concernant, notamment les questions relatives aux régimes de rémunération. Dans ce sens, O'Reilly et al. (1988) et Ezzamel et Watson (1998) ont constaté qu'une rémunération élevée des dirigeants entraîne une augmentation importante pour les administrateurs. En effet, la corrélation entre les deux rémunérations serait expliquée par une certaine réciprocité : l'administrateur ayant approuvé une rémunération favorable au dirigeant verrait ce dernier proposer une rémunération récompensant l'administrateur conciliant. Notons enfin que les moyens supplémentaires mis à la disposition des administrateurs, comme les conseillers en rémunération, peuvent se retrouver dans une situation de dépendance à l'égard de la direction, et par conséquent ils ne remplissent pas leur rôle en toute objectivité. Selon Bebchuk et Fried (2004), un consultant qui n'aurait pas conçu un régime de rémunération jugé favorable pourrait se retrouver dans une situation d'impasse professionnelle. En effet, dans le monde des affaires, les dirigeants forment un réseau au sein duquel les informations circulent rapidement (Baret et al., 2006). Si une personne est identifiée hostile aux dirigeants, par esprit de solidarité, les autres dirigeants vont le considérer comme étant hostile. Ainsi, les consultants en rémunération qui craignent d'être licenciés sont plus susceptibles de recommander les contrats de rémunération qui favorisent les dirigeants :

*« If the consultant recommends a compensation package below the CEO's expectations, then presumably the probability that the consultant will be terminated increases. In addition, the likelihood that the consultant will be offered business from other clients falls »* (Conyon, 2011, p. 410). En outre, les consultants en rémunération des dirigeants désirent plaire aux dirigeants afin d'obtenir par la suite d'autres missions au sein de la même entreprise. A cet égard, les conseillers externes en matière de rémunération préfèrent donc soutenir la position de la direction au détriment des intérêts des actionnaires (Conyon, 2011). Ces développements nous permettent de formuler la proposition 2.

***Proposition 2: Les dirigeants connectés à des réseaux importants sont dans une position de supériorité par rapport aux administrateurs et au consultants, ce qui leur permet de maîtriser le processus menant à la détermination de leur propre rémunération.***

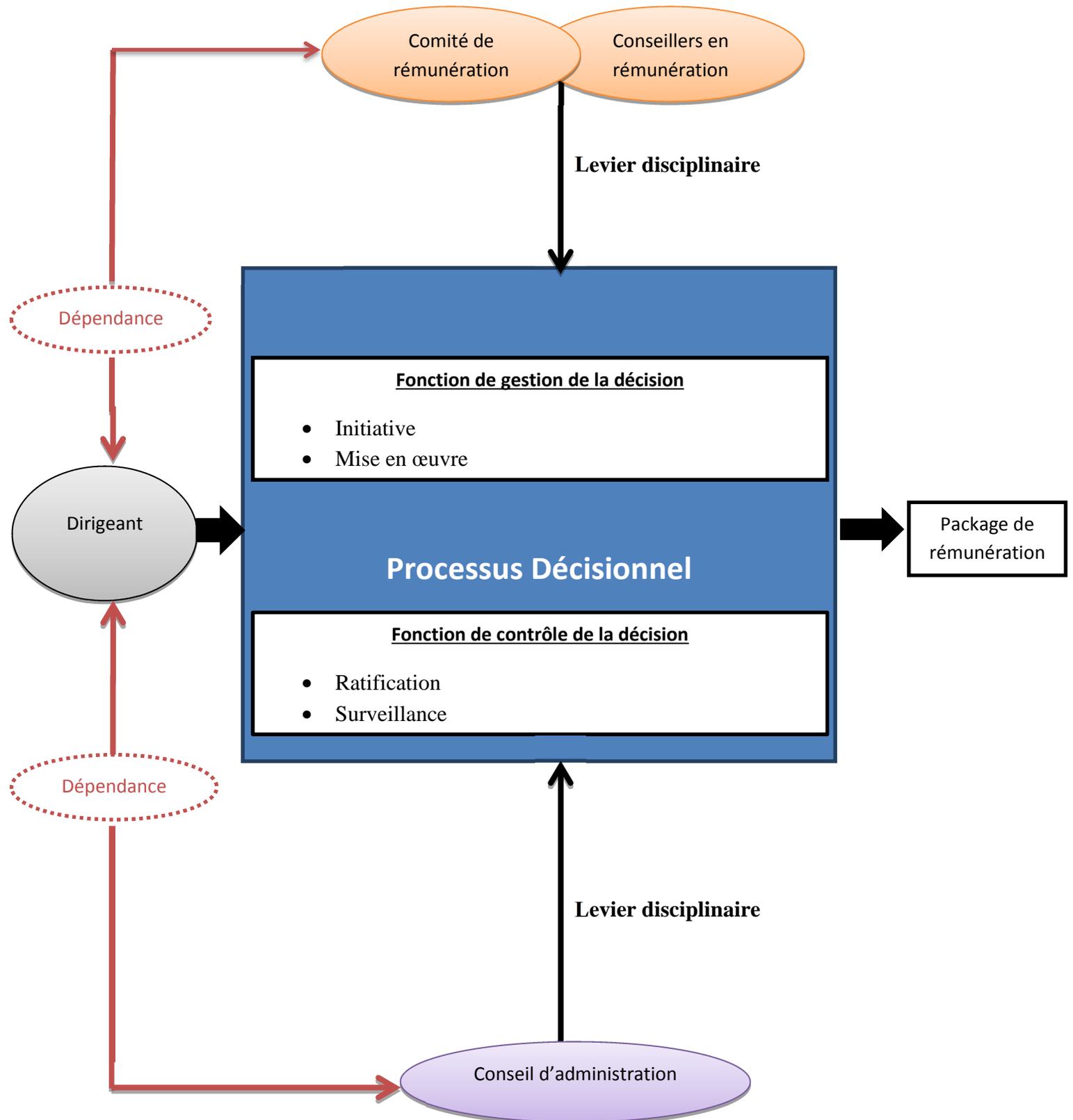
L'approche actionnariale d'essence disciplinaire met l'accent sur le rôle du conseil d'administration, essentiellement chargé de ratifier les décisions en matière de rémunération et de contrôler leur mise en œuvre. Il peut être assisté par d'autres mécanismes. Ainsi, un comité de rémunération et des consultants externes en rémunération peuvent intervenir pour

proposer les régimes de rémunérations qui maximisent la richesse des actionnaires. Ces différents mécanismes peuvent ne pas remplir efficacement leurs fonctions. Il apparaît que les dirigeants jouent un rôle important dans le processus de détermination de leur propre rémunération. En effet, les administrateurs (que ce soit du conseil d'administration en général ou du comité de rémunération en particulier) peuvent se retrouver dans une situation de grande dépendance en raison du réseau social du dirigeant qui les empêche de jouer leur rôle dans les meilleurs intérêts des actionnaires. De plus, il est possible que les conseillers en rémunération ne remplissent pas correctement leur rôle dans la mesure où ils subissent des pressions indirectes de la part des dirigeants.

Ainsi, les administrateurs et les conseillers n'ont la faculté de remplir diligemment leur rôle d'agents des actionnaires. Selon Bebchuk et Fried (2004), la rémunération des dirigeants ne représente plus une solution aux problèmes d'agence. Au contraire, elle fait même partie de ces problèmes.

Cette approche traditionnelle est cependant limitée, car sa focalisation quasi exclusive sur la valeur actionnariale qui ne lui permet pas de prétendre au statut d'un modèle universel (Wirtz, 2008b). En réalité, les actionnaires ne sont pas les seuls à assumer la totalité du risque résiduel. Charreaux et Desbrières (1998) signalent que les autres parties prenantes peuvent assumer une part de ce risque (perte d'emplois pour les salariés, non remboursement des emprunts pour les créanciers,...). Donc, la rémunération des dirigeants est une décision qui concerne à la fois les actionnaires et les autres parties prenantes de l'entreprise.

**Figure 12 : Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une approche actionnariale disciplinaire**



### **2.3.3. Les déterminants disciplinaires du processus décisionnel de rémunération des dirigeants : perspective partenariale**

Dans le cadre de l'approche actionnariale d'essence disciplinaire, le statut de créancier résiduel et la fonction d'assomption du risque sont limités aux seuls actionnaires, et qui, à ce titre, sont les seuls allocataires de la rente. Selon cette approche, l'objectif du dispositif de gouvernance vise à mettre en place un certain nombre de mécanismes permettant de discipliner les dirigeants afin de sécuriser l'investissement financier. Cette approche est cependant de plus en plus contestée. Selon Wirtz (2005), l'étude des présupposés théoriques de l'approche actionnariale révèle « *une représentation relativement pauvre du concept de la valeur, privilégiant l'aspect spoliation des bailleurs de fonds et économie des coûts* » (Wirtz, 2005, p. 145). En outre, le pouvoir explicatif du modèle traditionnel apparaît limité au regard des nombreuses études empiriques ayant été réalisées. En effet, plusieurs travaux confirment la faiblesse du lien entre le mécanisme de gouvernance actionnariale et la performance financière (Chatelin et Trébucq, 2003). Enfin, il est reproché à la perspective actionnariale de sous-estimer le rôle réel des parties prenantes dans la création de valeur. Or, selon Charreaux et Desbrières (1998), la contribution du capital financier à la formation de la rente organisationnelle n'est que partielle et la création de valeur dépend également des autres parties prenantes (salariés, créanciers, Etat,...) et plus précisément de leurs compétences-clés. L'approche partenariale stipule en conséquence que toutes les parties prenantes assument une part du risque résiduel et, dès lors, il est légitime qu'ils reçoivent une part de la rente créée. Dans la perspective de ce modèle, le rôle du système de gouvernance consiste à discipliner le comportement des dirigeants afin de sauvegarder les intérêts de chacune des parties prenantes et d'atténuer leur perte d'utilité (Hill et Jones, 1992). En adoptant cette approche, nous pouvons considérer que les décisions en matière de rémunération des dirigeants peuvent entraîner des conséquences pour l'ensemble des *stakeholders* si les décisions prises favorisent le seul intérêt des dirigeants. A titre d'exemple, une rémunération excessive peut empêcher les salariés de bénéficier des augmentations qu'ils désirent, étant donné que les ressources de l'entreprise sont grevées par les régimes de rémunération des dirigeants (Stout, 2011). En outre, les salariés peuvent être découragés par l'écart existant entre leur propre rémunération et celle des dirigeants. Rocard constate que généralement « *le découragement est dû au chômage, à la précarité, la pauvreté ainsi qu'à l'augmentation des régimes de rémunération managériaux* » (Rocard, 2007, p.17).

Selon le Conseil de l'Emploi, des Revenus et de la Cohésion sociale, le revenu moyen annuel d'un salarié français s'établissait à 15780 euros alors que le revenu moyen des dirigeants des plus grandes entreprises se situait aux alentours de 5 Millions d'euros, soit 316 fois plus. Mis à part les salariés, les créanciers peuvent voir leurs intérêts affectés par les régimes de rémunération des dirigeants. Faute de fonds suffisants, les créanciers pourraient ne pas voir leur créance honorée (Gilson et Vetsuypens, 1994 et Listokin, 2007). Nous constatons donc que les parties prenantes autres que les actionnaires sont aussi concernées par les décisions en matière de rémunération des dirigeants. Ainsi, dans le cadre de l'approche partenariale, les *stakeholders* sont incités à intervenir à travers un certain nombre de mécanismes pour limiter l'influence du dirigeant sur le processus de détermination de sa rémunération.

Notons toutefois, qu'il s'agit d'un élargissement et non d'une remise en cause des mécanismes de gouvernance exposés précédemment dans l'approche traditionnelle. En effet, plusieurs mécanismes peuvent potentiellement être mobilisés par d'autres parties prenantes que les actionnaires. La présence des représentants des salariés dans le conseil d'administration peut être expliquée dans cette perspective (Charreaux, 2008a). Mais, il y a bien d'autres mécanismes qui peuvent intervenir dans le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Dans le cadre de ce travail, nous nous limitons au rôle des médias et du recours judiciaire. En effet, les médias ont joué un rôle important pour attirer l'attention du grand public en publiant les montants reçus par les dirigeants. Notons aussi, que la plupart des scandales en matière de rémunération des dirigeants ont été lancés par la presse (Roux De Bézieux, 2007). En outre, l'action judiciaire, bien qu'elle se manifeste rarement sur les questions relatives à la rémunération des dirigeants, peut être considérée comme un instrument complémentaire de gouvernance, grâce au contrôle que les tribunaux peuvent exercer sur la direction de l'entreprise en vue de prévenir les comportements opportunistes (Crête, 2004).

#### 2.3.3.1. Les médias

Selon la typologie des mécanismes de gouvernance des entreprises due à Charreaux (1997a), l'environnement médiatique représente un mécanisme non spécifique et spontané. Le caractère non spécifique s'explique par le fait que les informations diffusées par les médias ont pour vocation d'influencer un ensemble d'entreprises. De la même manière, les médias sont un mécanisme spontané c'est-à-dire qu'ils n'ont pas été conçus pour agir dans le but

d'être un mécanisme de gouvernance et d'obliger les dirigeants à maximiser la création de valeur.

Le rôle des médias dans la gouvernance des entreprises est peu étudié dans les articles universitaires<sup>86</sup>. Pourtant la plupart de ces études ont montré l'importance des médias en tant que mécanisme de gouvernance à travers sa capacité à améliorer la gestion de l'entreprise par l'intermédiaire de deux principaux leviers de discipline : l'information et la réputation (Moris, 2011). Ainsi, les médias diffusent des informations sur les entreprises aux différentes parties prenantes (Johnson et al., 2005) en leur permettant d'agir sur l'espace discrétionnaire du dirigeant. Les médias s'appuient aussi sur le levier de la réputation c'est-à-dire sur la pression qu'ils exercent sur la notoriété et l'image du dirigeant. En effet, selon leur degré de contentement ou de mécontentement, les médias peuvent dégrader ou bien améliorer la réputation des dirigeants, et par conséquent influencer sur le fonctionnement et la rentabilité des entreprises (Skeel, 2001). Dans ce sens, des études récentes trouvent que les médias détectent les fraudes au sein de l'entreprise (Miller, 2006), poussent les dirigeants à prendre des mesures correctrices (Jennifer et al., 2009), entraînent le départ des dirigeants jugés incompetents (Farrell et Whidbee, 2002) ou bien influencent la politique de rémunération des dirigeants (Core et al., 2008 ; Kuhnen et Nissen, 2010). Cet article s'intéresse à ce dernier type d'intervention.

Bien qu'il y ait de nombreuses recherches sur les déterminants de la rémunération des dirigeants, il y a eu peu d'études sur l'influence des médias sur la politique de rémunération des dirigeants (Zingales, 2000 ; Bebchuck et Fried, 2004 ; Core et al., 2008). Pourtant, les rémunérations des dirigeants des grandes sociétés sont un sujet particulièrement sensible en matière d'opinion publique. En effet, les médias s'en font largement l'écho :

*« With the possible exception of major accounting frauds (e.g., WorldCom, Enron, etc.), there are few topics that are more pervasive and produce bigger headlines in the business press than executive compensation. The debate about executive compensation tends to focus on the overall level of compensation (e.g., relative to workers in the U.S. or to executives in other countries), the rate of increase (e.g., relative to inflation or stock price returns), and the form of payment (e.g., stock options) »* constatent Core et al. (2009, p.2).

---

<sup>86</sup>La plupart de ces travaux concerne le contexte anglo-saxon (Djankov et al., 2001 ; Dyck et Miller, 2006 ; Zingales, 2002). Concernant le contexte français, nous pouvons noter les travaux ambitieux de Moris (2010, 2011).

Dans ce cadre, et en se référant à la base de données *Factiva*, nous pouvons observer qu'il n'existe pas une année sans que la presse française se penche sur la question de la rémunération des dirigeants (Tableau 30).

**Tableau 30 : L'évolution du nombre d'articles sur la rémunération des dirigeants pour la période 2000-2010.**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nombre d'articles <sup>87</sup>	34	40	127	257	183	180	223	300	898	1570	312

Notons aussi qu'une accélération des articles s'est produite depuis 2004, et en particulier en 2008. En effet, cette année était marquée par la crise économique et financière. Ainsi, de toutes les questions associées à la gouvernance des entreprises qui ont été soulevées pendant cette crise, peu ont autant retenu l'attention de la presse que la rémunération des dirigeants (Tableau 31).

**Tableau 31 : Répartition des articles selon les thèmes de gouvernance des entreprises pour l'année 2008.**

	Rémunération des dirigeants	Indépendance conseil d'administration	Comité des rémunérations	Comité d'audit
Nombre articles de principaux journaux français	898	162 <sup>88</sup>	18 <sup>89</sup>	20 <sup>90</sup>

<sup>87</sup> La recherche a porté sur les expressions « rémunération des dirigeants » et « salaire des dirigeants » ayant été publiées par les principaux journaux français (généralistes et d'affaires).

<sup>88</sup> La recherche a porté sur l'expression « administrateur indépendant »

<sup>89</sup> La recherche a porté sur l'expression « comité de rémunération »

<sup>90</sup> La recherche a porté sur l'expression « comité d'audit »

Dans ces débats, les médias jouent souvent un rôle essentiel en soulignant les aspects choquants des décisions en matière de rémunération et en les diffusant à grande échelle. Crête (2004) souligne que les politiques de rémunération des dirigeants sont souvent « *le point de mire* » des médias qui n'hésitent pas à critiquer les comportements susceptibles de porter atteinte aux intérêts des parties prenantes. Cette couverture médiatique, souvent négative, n'est pas sans conséquence sur le processus décisionnel de rémunération des dirigeants (Kuhnen et Nissen, 2010).

Relativement à la typologie décisionnelle retenue, les médias interviennent en facilitant la phase de surveillance et en même temps en contraignant les phases d'initiative et de mise en œuvre. Ainsi, lorsqu'ils révèlent au public les montants attribués aux dirigeants, les médias remplissent la mission de contrôle (Core et al., 2009). Miller (2006) qualifie les médias, en particulier la presse, de « *chien de garde* » en faisant référence aux journalistes qui alertent l'opinion publique. En effet, les médias peuvent découvrir des fraudes qu'ils rendent publiques par la suite (Moris, 2011). A ce propos, plusieurs malversations en matière de rémunération des dirigeants ont été révélées par les médias et qui ont déclenché des contestations auprès de l'opinion publique. A titre d'exemple, nous pouvons citer les indemnités de départ de Jean Marie Messier (20 Millions d'euros), l'ancien patron de Vivendi (*Le Figaro*, 04/07/2002) ou bien les parachutes dorées à Daniel Bernard (40 Millions d'euros), lors de son départ du groupe Carrefour (*La Tribune*, 25/03/2005). Ce rôle de surveillance joué par les médias permet aux parties prenantes de l'entreprise de mieux contrôler les décisions en matière de rémunération des dirigeants.

Les médias peuvent aussi contraindre la phase de mise en œuvre. Comme nous l'avons déjà signalé, les médias peuvent faire pression sur les différents décideurs de l'entreprise au moyen de la réputation. En effet, ils peuvent l'entacher ou l'améliorer par les informations qu'ils transmettent (Moris, 2011). Or, le risque lié à la réputation que supportent les dirigeants ou les administrateurs peut porter atteinte à leur statut et à leur prestige et éventuellement mettre en péril les perspectives de revenus futurs (Cox, 1997). La crainte d'une mauvaise publicité peut par conséquent, inciter les dirigeants et les administrateurs à éviter les rémunérations abusives ou injustes (Crête, 2004). Ainsi, ces dernières années, les stock-options ont fait l'objet d'une grande couverture médiatique en raison des plus-values excessives réalisées par les dirigeants au moment d'exercice de leurs options.

Dans ce sens, Core et al., (2009), en étudiant 11000 articles de presse, trouvent qu'une couverture médiatique négative concernant la rémunération est souvent associée à l'exercice

d'options par les dirigeants. En raison de cette couverture, l'image des dirigeants peut se trouver entachée aux yeux du grand public (Kuhnen et Nissen, 2010).

« *Stock options have been absolutely crucified by the corporate governance gurus.[...]Everybody says they're the root of all evil.[...]If stocks are falling and options growing less valuable, how is it that CEOs are making more money? For some, old-fashioned salary increases did the trick. In tough times, though, pay increases are difficult to defend, so boards have been ratcheting up compensation in the form of restricted stock* » précise un consultant du cabinet de conseil en rémunération Pearl Meyer & Partners<sup>91</sup>. Pour faire face à la couverture médiatique qui nuit à la réputation, plusieurs dirigeants ont choisi de refuser tout ou une partie de leurs stock-options attribués. Par exemple, en mars 2009, la rémunération du dirigeant de la Société Générale a fait l'objet d'une grande publicité dans la presse<sup>92</sup> (Tableau 32). En effet, le 9 mars 2009, le conseil d'administration de la société a décidé d'attribuer 70000 options (soit l'équivalent de 1,7 Millions d'euros) à son président Daniel Bouton. Il s'en était suivi de très vives critiques à l'égard d'une telle décision alors que l'Etat accorde des aides substantielles à la société. Finalement, le dirigeant du groupe a renoncé à ses stock-options.

**Tableau 32 : Nombre d'articles publiés par support médiatique du 01 Mars 2009 au 31 mars 2009.**

	La Tribune	Agence France Presse	Dow Jones Newswires	Le point.fr	Les Echos	La Parisien	Libération
Nombre d'articles	52	39	22	17	14	8	6

Notons enfin que les médias peuvent également agir dans la phase d'initiative. En se basant sur les théories institutionnelles, Magnan et *al.* (2000) signalent que les entreprises ne peuvent plus proposer des décisions sans se préoccuper des attentes et des réactions des parties prenantes, généralement mobilisées par les médias. En outre, Weisbach (2007) trouve que les

<sup>91</sup> Interview réalisé par le journaliste Gordon Anderson pour le *CNN Money* (24/04/2003). L'article est intitulé « *The next outrage in CEO pay ?* » disponible sur : [http://money.cnn.com/2003/04/23/pf/investing/CEOs\\_nextoutrage/](http://money.cnn.com/2003/04/23/pf/investing/CEOs_nextoutrage/).

<sup>92</sup> En se référant à la base des données *Factiva*, cette polémique a fait l'objet d'une publication de 254 articles.

entreprises proposent des formes de rémunération qui ne sont pas abordées par la presse afin de ne pas attirer l'attention du public. Ces développements nous permettent de formuler la proposition 3 :

***Proposition 3 : En communiquant les informations sur les montants attribués aux dirigeants et en menaçant leur réputation, les médias peuvent amener les administrateurs (du conseil d'administration et du comité des rémunérations) et les dirigeants à adopter des modes de rémunération qui répondent aux attentes de l'ensemble des parties prenantes.***

Toutefois, les médias peuvent ne pas remplir efficacement leur rôle en tant que mécanisme de gouvernance. Jensen (1979) considère le comportement des médias comme un marché avec une offre et une demande d'informations entre les supports médiatiques et les consommateurs. L'auteur ajoute que les médias, en poursuivant leurs intérêts, sont tentés de biaiser leurs informations afin de satisfaire la demande des consommateurs qui cherchent plutôt un divertissement que de l'information.

Gentzkow et Shapiro (2006) constatent aussi que les médias orientent leurs contenus dans le sens de convictions préalables de leurs consommateurs afin de se construire une bonne notoriété. En effet, une source est considérée crédible pour un consommateur dès lors que son contenu est conforme à ses opinions sur le sujet traité. Cela s'explique par le fait que les médias cherchent à assurer une certaine pérennité même au détriment de leur rôle en tant que mécanisme de gouvernance (Moris, 2010). Dans ce cadre, et en traitant la question de la rémunération des dirigeants, les médias peuvent biaiser les informations de manière à ne pas rapporter les faits les plus objectivement possible :

*« However, if the primary source of demand is not from consumers seeking reliable information, but instead from consumers seeking entertaining news about highly paid executives, we expect that the media will sensationalize its stories. The press may satisfy this demand by writing negative articles about executives with high pay, regardless of whether circumstances are such that the high pay is reasonable. In this case, we view the negative coverage as “sensationalism,” and predict that negative press coverage is positively related to total pay without making adjustments for an expected level of pay given the CEO’s ability and performance »* rapportent Core et al.(2009, p.2).

Notons enfin que les médias agissent rarement seuls et sont souvent en interdépendance avec les autres mécanismes de gouvernance (Dyck et Zingales, 2005). Par exemple, les régulateurs

privés et publics peuvent s'appuyer sur une presse dynamique. Plusieurs lois et réformes en matière de rémunération des dirigeants ont été élaborées sous la pression de la presse. A titre d'information, après la publication dans *Business Week* d'un article intitulé « *Are CEOs paid too much ?* », le Sénateur Levien et le président Clinton ont suggéré une législation pour réglementer la rémunération des dirigeants.

Un autre mécanisme peut interagir avec les médias : il s'agit du recours judiciaire. En effet, le rôle des médias se limite à diffuser de l'information qui permet aux parties prenantes de déclencher des poursuites judiciaires. Dans ce qui suit, nous revenons plus en détail sur le rôle du recours judiciaire dans le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants.

### 2.3.3.2. Le recours judiciaire

Divers mécanismes de gouvernance, qu'ils soient internes ou externes, sont mis en place afin de surveiller et conseiller les dirigeants en vue de prévenir les comportements opportunistes de la part de ces derniers. Parmi ces mécanismes, ont notamment été étudiés le conseil d'administration et le comité des rémunérations. Néanmoins, ces mécanismes ne sont pas toujours efficaces pour prévenir les abus des dirigeants (Loewenstein, 2000). On peut même assister à « *une capture* » des conseils d'administration et des comités des rémunérations par les dirigeants (Bebchuk et al., 2002). En effet, la domination de ces derniers peut s'exercer au moment de la sélection des administrateurs et à l'occasion de la mise en place des régimes de rémunération. Selon Crête (2004), le temps limité dont disposent les administrateurs pour évaluer les implications économiques du régime de rémunération envisagé pourrait expliquer la difficulté pour les administrateurs de s'opposer à la mise en place d'une politique de rémunération qui apparaît excessive. Pour compléter ces mécanismes qui se révèlent parfois inefficaces, le cadre réglementaire<sup>93</sup> confère aux tribunaux un pouvoir de contrôle leur permettant d'intervenir en cas de violation des intérêts des parties prenantes (Rousseau, 2004). Le recours judiciaire, bien qu'il se manifeste rarement au niveau des questions relatives à la rémunération des dirigeants, constitue ainsi un instrument complémentaire de gouvernance grâce au contrôle que les tribunaux peuvent exercer à l'égard des dirigeants afin de protéger les actionnaires et les autres parties prenantes dont les droits et les intérêts peuvent être touchés par les comportements illégaux de la part des dirigeants (Romano, 1991).

L'influence du contrôle judiciaire sur le processus décisionnel peut s'exercer de deux manières. D'abord, le contrôle judiciaire peut exercer une fonction réparatrice une fois le

---

<sup>93</sup> L'article 242-6 du code de commerce relatif à l'abus de pouvoir dans les sociétés anonymes.

jugement prononcé. Une ordonnance d'injonction ou d'annulation peut écarter un régime de rémunération jugé excessif (Crête et Rousseau, 2002). À cet égard, nous pouvons citer le cas de la rémunération excessive accordée au dirigeant de la compagnie Repap<sup>94</sup> qui a entraîné un contentieux judiciaire important et qui a abouti à l'annulation du régime de rémunération contesté<sup>95</sup>. Au-delà de cette ordonnance d'injonction ou d'annulation, le tribunal peut imposer aussi des changements dans la gouvernance interne de l'entreprise, notamment en ordonnant la modification de la composition du conseil d'administration. Ensuite, le contrôle judiciaire peut avoir une capacité dissuasive. En effet, la prise en considération de la réalité des poursuites judiciaires telle qu'elle est vécue par certains dirigeants ou administrateurs pourra susciter une crainte suffisante auprès des acteurs évoluant dans un milieu similaire. Ceux-ci peuvent appréhender les conséquences négatives d'un recours qui incluent non seulement le coût financier (le paiement des dommages et intérêts imposé par le tribunal) mais aussi le coût d'ordre social et émotionnel (Black et al., 2006). Autrement dit, la réprobation sociale qui résulte souvent d'une poursuite judiciaire peut porter atteinte au statut et au prestige des défendeurs et peut mettre en péril les perspectives de promotion d'emploi et de revenus futurs de ces derniers (Cox, 1997). Notons que l'atteinte à la réputation serait plus importante si la poursuite fait l'objet d'une large couverture médiatique (Crête, 2004). Bebchuk et al. (2002) considèrent que cette pression représente des coûts pour les dirigeants que les auteurs désignent comme étant les « *coûts du scandale* ». Ce concept est prépondérant pour les dirigeants, car il induit une pression exercée par les actionnaires et autres parties prenantes sur la rémunération obtenue. Le scandale apparaît lorsque la rémunération obtenue par le dirigeant apparaît injustifiable selon la perception du contrat optimal aux yeux des personnes extérieures au processus de détermination de la rémunération.

Ces arguments théoriques nous permettent de formuler la proposition 4.

***Proposition 4 : En raison de son rôle réparateur et dissuasif, le recours judiciaire intervient pour faciliter la phase de surveillance.***

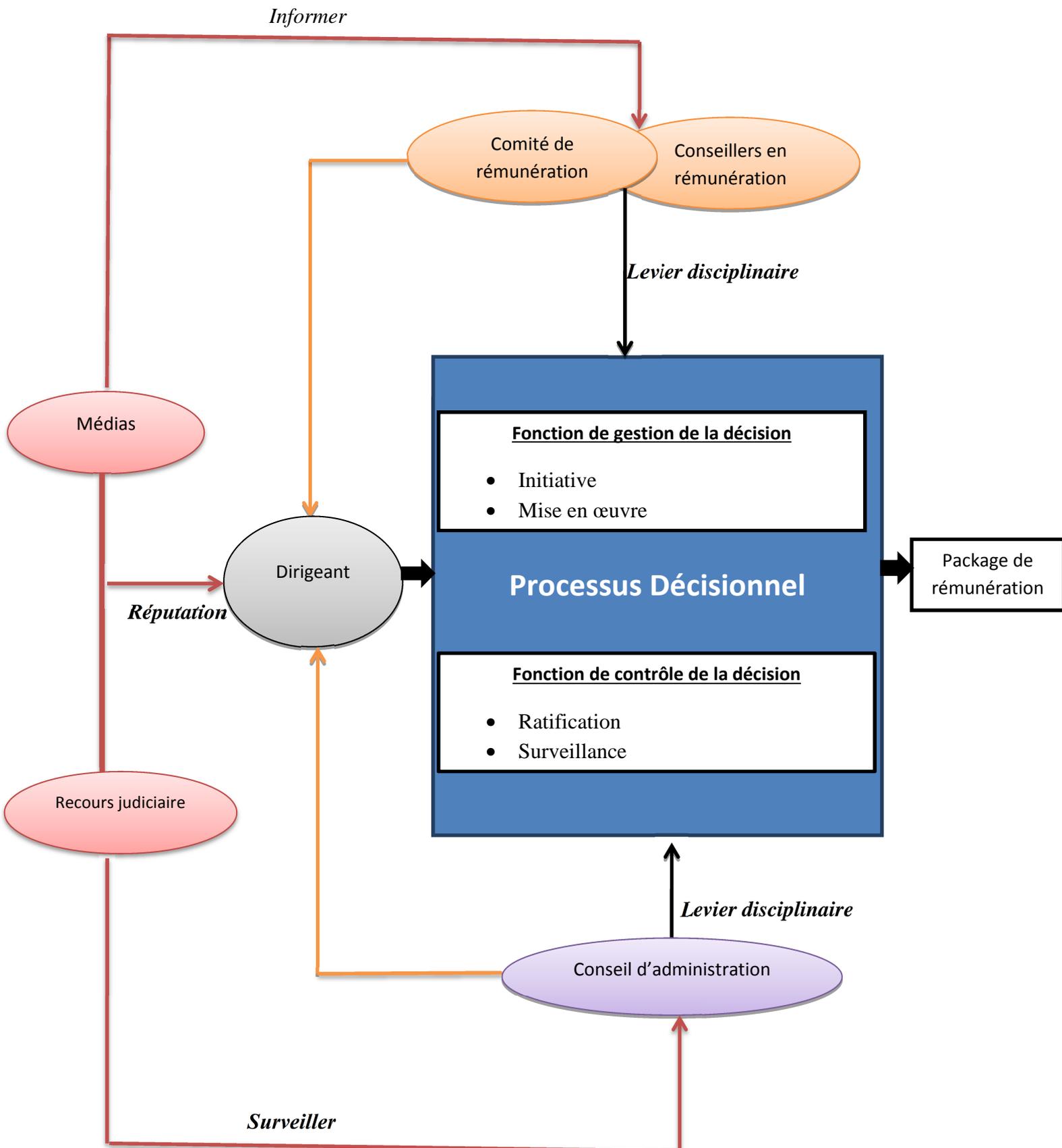
En résumé, la vision partenariale, en partant de l'hypothèse que les parties prenantes autres que les actionnaires sont concernées par la rémunération des dirigeants, conduit à introduire d'autres mécanismes de gouvernance. Ces derniers interviennent pour limiter la latitude

<sup>94</sup> Entreprise spécialisée dans la fabrication de papiers, implantée au Canada et qui embauche 4750 salariés.

<sup>95</sup> Cet exemple a été cité par Crête (2004).

managériale de telle manière que les décisions en matière de rémunération des dirigeants pouvant affecter les parties prenantes soient contraintes. Les informations fournies par les médias et le recours judiciaire sont habituellement expliqués dans cette perspective. Ces deux mécanismes peuvent intervenir pour faciliter la phase de surveillance ou pour contraindre l'initiative et la mise en œuvre de la décision. Au-delà de l'éventuel dommage causé à la réputation de la société qui embauche le dirigeant, ce dernier est plus concerné par les effets négatifs d'une couverture médiatique ou d'une poursuite judiciaire à l'égard de sa propre réputation. La prise en considération de ces effets qui peuvent être de nature économique, sociale et émotionnelle devrait, en principe, décourager les dirigeants et les administrateurs d'agir de manière déloyale. Toutefois, les médias et le recours judiciaire peuvent ne pas remplir efficacement leur rôle en tant que mécanisme de gouvernance. En effet, les médias peuvent biaiser les informations de manière à satisfaire la demande des consommateurs qui cherchent plutôt une demande de divertissement que d'information. En outre, l'action judiciaire se manifeste rarement sur les questions relatives à la rémunération des dirigeants. En plus, la poursuite peut durer plusieurs années sans qu'elle soit résolue.

**Figure 13 : Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une approche partenariale disciplinaire**



### **2.3.4. Les déterminants comportementaux du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants**

A l'instar de la finance de marché qui fait appel à l'approche comportementale pour expliquer les anomalies des marchés financiers (Charreaux, 2005), l'étude de la détermination de la rémunération des dirigeants dans une perspective comportementale peut être motivée par le pouvoir explicatif limité de la théorie de l'agence. En effet, la rémunération des dirigeants, comme toute autre décision, peut être prise par un individu (un dirigeant) ou bien par un groupe d'individus (conseil d'administration, comité de rémunération,...). Cette décision est susceptible d'être affectée par des biais cognitifs et émotionnels, individuels ou collectifs (Greenfinch, 2005). L'incidence de ces biais sur les décisions dépend du modèle retenu (Charreaux, 2005). Si on admet le modèle juridico-financier dominant, il faudra prendre en compte l'incidence de ces biais sur les coûts d'agence. Si on adopte l'approche synthétique de la gouvernance (partenariale et cognitive), il est nécessaire d'étudier l'impact de ces biais sur les deux leviers de création de valeur (disciplinaire et cognitif) et sur les relations contractuelles entre l'ensemble des parties prenantes.

Or, dans le cadre de ce travail, nous nous focalisons prioritairement sur une problématique de répartition de la richesse. Ainsi, la prise en compte de biais comportementaux peut engendrer des coûts d'agence supplémentaires (Jensen, 2004) liés aux choix pris en matière de rémunération des dirigeants. En effet, la présence de ces biais peut nuire au fonctionnement efficace des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants. Ces biais peuvent soit affecter les acteurs de la gouvernance des entreprises soit le dirigeant.

#### 2.3.4.1. Les biais affectant les acteurs intervenant dans les instances de gouvernance

Greenfinch (2005) énumère une multitude de biais comportementaux (cognitifs/émotionnels et individuels/collectifs) qui peuvent s'exercer chez un décideur. Ces biais peuvent, plus ou moins, biaiser les décisions prises par les différents acteurs de l'entreprise par rapport aux postulats de la rationalité économique. Dans ce sens, Jensen (1994) précise que la présence de ces biais constitue une source supplémentaire de coûts d'agence. L'objectif de ce point n'est pas de recenser l'ensemble des biais mais plutôt d'en sélectionner ceux qui sont susceptibles d'avoir un impact sur le rôle des acteurs de la gouvernance des entreprises dans la détermination de la rémunération des dirigeants. Nous nous intéressons plus particulièrement à la soumission à l'autorité, au mimétisme, à l'heuristique bornée et à la comparaison sociale.

- *La soumission à l'autorité*

Avant de préciser quel est l'impact de la soumission à l'autorité sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, il est nécessaire dans un premier temps de commencer par définir ce qu'est la soumission à l'autorité. Concrètement, on parle de soumission à l'autorité lorsqu'« *une personne obéit aux ordres d'une autre personne occupant une position hiérarchique supérieure. La plupart du temps, les conséquences sont bénignes, tel est le cas de l'étudiant qui accepte de reprendre une partie de son travail parce que son professeur estime que la syntaxe est incorrecte* » (Tavris et Wade, 1999, p.37).

En sciences humaines, les études sur la soumission à une autorité font toujours référence à la célèbre expérience de Stanley Milgram qui a été mise au point en 1974 (Guéguen, 2010). Cette expérience avait pour objectif de savoir jusqu'à quel point une personne accepte de torturer des êtres humains en suivant les instructions d'une autre personne (Bailly et al., 2006).

L'expérience se déroulait de la manière suivante : afin d'aider un étudiant à apprendre, le sujet devait corriger l'élève lorsqu'il se trompait à l'aide d'électrochocs d'une intensité comprise entre 75 et 450 volts<sup>96</sup> et en présence du professeur.

L'expérience de Milgram a abouti à des résultats surprenants, voir choquants. Alors que Milgram était persuadé que la majorité des participants refuserait d'exécuter les ordres les plus extrêmes, les résultats montrent au contraire que seule une minorité de sujets refusait d'augmenter le voltage.

« *Des gens ordinaires, dépourvus de toute hostilité, peuvent, en s'acquittant simplement de leur tâche, devenir les agents d'un atroce processus de destruction... Si l'autorité leur demande d'agir à l'encontre des normes fondamentales de la morale, rares sont ceux qui possèdent les ressources intérieures nécessaires pour lui résister* » (Milgram, 1974, p.22).

Les résultats de cette expérience sont toujours référencés dans plusieurs domaines de recherche (Blass, 1999). La gouvernance des entreprises est l'un de ces domaines. Partant de ce principe, Morck (2008) considère que les derniers scandales financiers sont imputables à une soumission des administrateurs à l'autorité de leur dirigeant. L'auteur justifie cette obéissance par la proximité physique des acteurs. Reprenant l'expérience de Milgram (1974), Morck soutient que le comportement d'obéissance provient du contexte dans lequel le sujet se

---

<sup>96</sup> Il avait été demandé à l'élève qui doit apprendre, de simuler des réactions allant du simple grognement (75 volts) aux véritables cris d'agonie (450 volts), l'ensemble de dispositif étant tacite. En réalité, les élevés étaient des acteurs et qu'il n'y avait pas d'électricité, ce que les participants ne savaient pas.

retrouve placé : si la personne qui donne les ordres se trouve à distance, le taux d'obéissance diminue et *vice versa*.

Or en réalité, les administrateurs côtoient leur dirigeant de manière régulière. Les actionnaires, quant à eux, et en particulier les minoritaires, rencontrent leurs administrateurs une fois par an lors de l'assemblée générale. Cela peut expliquer pourquoi les responsabilités légales et éthiques des administrateurs envers les actionnaires sont souvent paralysées en présence des dirigeants (Morck, 2008).

Au sujet de la détermination de la rémunération des dirigeants, Bebchuck et Fried (2004) trouvent qu'en présence d'un dirigeant au sein du conseil d'administration ou du comité de rémunération, les administrateurs, indépendants ou non, ont un rôle mineur. Les auteurs constatent également que la présence d'un dirigeant lors du processus de fixation de sa rémunération peut inhiber les administrateurs. Ces derniers pourraient hésiter à se prononcer à son encontre. Ainsi, les administrateurs se retrouvent dans une situation de grande dépendance à l'égard du dirigeant et ne pourront pas décider à leur manière afin de respecter leurs obligations envers la société. Dans ces conditions, et en raison du sentiment de soumission à l'autorité, les dirigeants peuvent tenter d'obtenir une rémunération plus avantageuse en intimidant les administrateurs.

- *Mimétisme*

La légitimité de la rémunération des dirigeants s'est trouvée récemment remise en cause par les scandales mettant en évidence les niveaux élevés de rémunération perçus par certains dirigeants. D'après Charreaux (2009), ce niveau est potentiellement fondé sur un phénomène de mimétisme qui peut affecter les décisions des administrateurs siégeant en particulier dans les comités de rémunération. Selon la typologie des biais comportementaux retenue par Greenfinch (2005), le mimétisme est considéré comme un biais cognitif et collectif. Le caractère cognitif s'explique par le fait que le mimétisme oriente implicitement le choix du décideur et limite davantage son potentiel innovateur (Lebraty et Pastorelli-Nègre, 2004). De même, le mimétisme est un biais collectif c'est-à-dire qu'il survient lorsque la décision est prise dans un contexte collectif (Charreaux, 2005).

Le mimétisme est une tentative d'adaptation qui s'inspire des procédures standards et notamment des actions des autres (March, 1997 ; Burmeister et Schade, 2007) pour un individu incapable de prendre des décisions face à l'incertitude et à l'ambiguïté des choix (Kahneman et Tversky, 1979). Ainsi, le biais de mimétisme peut nourrir chez l'individu,

averse au risque, un sentiment d'apaisement, ce qui peut réduire son degré de perception du risque (Belanes et Hachana, 2010).

Amplement partagé avec les auteurs appartenant au courant de la sociologie néoinstitutionnelle (DiMaggio et Powell, 1983), le mimétisme a été utilisé également afin d'expliquer les comportements des différents acteurs de l'entreprise (Mouricou, 2009). Ces travaux sont nombreux. Nous pouvons citer à titre d'exemple le travail d'Aerts et *al.* (2006) qui concluent que la plupart des entreprises allemandes déterminent le contenu de leurs rapports de développement en imitant les modèles déjà existants dans leur industrie. Garcia-Pont et Nohria (2002) reviennent quant à eux sur les décisions d'alliance. Ils mettent en avant l'existence d'un phénomène de mimétisme entre les constructeurs automobiles installés sur une même niche du marché.

Dans ce point, nous nous attachons plutôt à expliquer de quelle manière le mimétisme peut contribuer à la décision en matière de rémunération des dirigeants. Comme nous l'avons déjà évoqué, la notion d'incertitude ou d'ambiguïté joue un rôle important dans le développement de l'imitation chez les individus. En effet, « *lorsqu'ils ne peuvent déduire le futur du passé, lorsqu'ils ne disposent pas d'un référentiel suffisamment convaincant, les individus se trouvent incapables de décider de façon isolée* » (Gomez, 1996, p.78). Donc, pour agir, ils tendent à copier les décisions déjà prises par d'autres entreprises (DiMaggio et Powell, 1983). Transposé aux problématiques liées aux décisions de rémunération des dirigeants, le processus mimétique peut expliquer pourquoi des pratiques peuvent se diffuser dans certains pays et au-delà de leurs frontières (Pennings, 1993). En effet, dans un contexte marqué par une forte incertitude sur la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle, les entreprises ont tendance à observer les pratiques considérées comme efficaces et s'en remettent à autrui (Westphal et *al.*, 2001). Dans ce cadre, Jaffré et Maudit (2002) constatent que la progression des stock-options au sein des entreprises françaises dans les années 2000 est due essentiellement à un alignement sur les pratiques observées aux Etats-Unis. Toujours avec cette forme de rémunération, Brandes et *al.* (2006) arrivent à la conclusion que les grandes entreprises américaines s'imitent les unes les autres pour définir le nombre de stock-options attribuées. Cette tendance avait comme principale conséquence l'augmentation de cette forme de rémunération en 2001. Récemment, une étude réalisée par Hewitt Associates en 2007<sup>97</sup> révèle que les entreprises françaises<sup>98</sup> s'alignent de plus en plus

---

<sup>97</sup> Etude publiée dans L'Expansion du 27 février 2008.

<sup>98</sup> L'échantillon était composé de 32 entreprises, dont 14, appartenant au CAC 40.

sur les pratiques observées aux Etats-Unis, à savoir un mix entre les stock-options et les actions gratuites. En 2006, les deux tiers des entreprises n'ont distribué que des stock-options. A la fin de 2007, elles n'étaient qu'un tiers. Cependant, le pourcentage de celles qui attribuent à la fois les stock-options et les actions gratuites est passé de 27% à 48%.

« Une adaptation inévitable. C'est du mimétisme classique : on fait copier-coller avec les américains et les britanniques. Il y a quelques années, tout le monde jurait par les stock-options, alors les français s'y sont mis. Et puis, maintenant, des instruments de fonds propres plus sophistiqués ont émergé, depuis les multinationales s'efforcent de s'adapter » précise Jean Lambrechts, responsable du pôle rémunération des dirigeants chez Hewitt Associates<sup>99</sup>.

- *L'heuristique bornée ou vision en tunnel.*

Le début des années 2000 a été marqué par une importante augmentation du niveau de rémunération des dirigeants. A titre d'exemple, la rémunération moyenne des dirigeants américains est passée de 850000 dollars en 1970 à 9,4 millions de dollars en 2002 (Jensen et al., 2004). De même, et selon une étude menée par Proxinvest (2005), la rémunération des dirigeants du CAC 40 a presque triplé en 2003 par rapport à 1998. Cette croissance de la rémunération globale des dirigeants a coïncidé avec une augmentation de la part des stock-options. Dans ce sens, Jensen et al. (2004) trouvent que la part de la composante optionnelle dans la rémunération totale des dirigeants du SP 500 est passée de 24% à 39% pour la période allant de 1970 à 2002, contre une chute pour les autres composantes<sup>100</sup>. Il en est de même pour le contexte français. En effet, le montant moyen des stock-options attribuées aux dirigeants du CAC 40 est passé de 500000 € en 1998 à 1500000 € en 2003 (Proxinvest, 2005). Pour Poulain-Rehm (2003), cette expansion de la politique de stock-options s'explique avant tout par un environnement économique et financier favorable qui accorde une place importante à l'idée de l'actionnariat des salariés et, aussi, par un régime juridique et fiscal attractif. Toutefois, un autre facteur d'essence comportementale peut expliquer la forte hausse des stock-options : il s'agit de l'erreur de raisonnement de type heuristique bornée qui semble affecter les décisions des administrateurs au moment de l'attribution de cette forme de rémunération (Jensen et al., 2004 ; Charreaux, 2005).

Lorsqu'un individu ne prend pas en compte les principes normatifs ou s'il ignore une partie de l'information qui lui était fournie, les décisions qu'il prend peuvent être faussées par des biais

---

<sup>99</sup> [http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/stock-options-les-francais-s-alignent-sur-les-standards-anglo-saxons\\_145499.html](http://lexpansion.lexpress.fr/entreprise/stock-options-les-francais-s-alignent-sur-les-standards-anglo-saxons_145499.html)

<sup>100</sup> La part du salaire fixe a chuté de 38% à 17%, celle de bonus de 22% à 17%.

cognitifs (Noveck et al., 2007). La littérature spécialisée parle d'erreur de raisonnement et distingue plusieurs sources. L'heuristique bornée (ou vision en tunnel) en est une. Cela consiste « à prendre des décisions un peu à la légère, en prenant en considération un nombre insuffisant de critères. Il s'agit une fois de plus d'un travers propre à la nature humaine. Il est en effet difficile d'analyser un problème quand il faut tenir compte de mille et une données. » (De Brouwer, 2001, p. 15).

Les études qui s'intéressent à ce biais ne sont pas nombreuses, et la plupart d'elles s'inscrivent dans le cadre du droit pénal. Plusieurs auteurs (Findley et Scott, 2006) constatent que les enquêteurs peuvent souffrir de la vision en tunnel puisqu'ils ont tendance à filtrer les éléments en fonction de ce qu'ils veulent prouver tout en ignorant les faits qui pourraient disculper le suspect. Ce raisonnement peut être transposé pour expliquer l'expansion des politiques de stock-options au début des années 2000. En effet, les administrateurs ont retenu que les stock-options seraient une forme de rémunération gratuite dans la mesure où ils ne figurent pas dans les charges de l'entreprise (Jensen et al., 2004). Toutefois, ils ont ignoré que les stock-options ont un coût d'opportunité :

*« Even if no cash changes hands, issuing stock options to employees incurs a sacrifice of cash, an opportunity cost, which needs to be accounted for. If a company were to grant stock, rather than options, to employees, everyone would agree that the company's cost for this transaction would be the cash it otherwise would have received if it had sold the shares at the current market price to investors. It is exactly the same with stock options. When a company grants options to employees, it forgoes the opportunity to receive cash from underwriters who could take these same options and sell them in a competitive options market to investors »*

(Bodie et al., 2003, p. 64).

En fait, les administrateurs supposent qu'il est difficile d'estimer le coût des stock-options, car ils ont des caractéristiques<sup>101</sup> qui les distinguent des autres options pouvant être cotées sur un marché (Bodie et al., 2003). Or en réalité, la juste valeur des options peut être estimée au moment de leur octroi en utilisant des méthodes d'évaluation telles que le modèle de Black-Scholes (1973), le modèle binomial de Cox, Ross et Rubinstein (1979) ou tout autre modèle.

Ainsi, en souffrant d'une vision en tunnel, les administrateurs du conseil d'administration ou du comité de rémunération auraient attribué à leurs dirigeants des stock-options d'une manière trop généreuse.

---

<sup>101</sup> Les stock-options ont une période d'acquisition au cours de laquelle les options ne peuvent pas être exercées. Quand les cadres quittent l'entreprise durant la période d'acquisition, ils perdent le droit d'exercer leurs options. Lorsqu'un cadre exerce ces options, l'entreprise doit émettre de nouvelles actions.

Ainsi, Stiglitz (2003) qualifie les stock-options comme une forme de « vol patronal » dans la mesure où « *les hauts dirigeants volent leurs actionnaires en abusant de leur naïveté. Tant que le cours de l'action grimpeait-10 dollars, 20 dollars, 30 dollars-, peu d'actionnaires remarquaient quoi ce fût. Ils avaient l'impression de gagner* » (Stiglitz, 2003, p. 223).

- *La comparaison sociale*

Selon Koffi et *al.* (1998), une déviation du choix peut être produite lorsqu'un groupe a tendance à adopter une décision extrême contraire à celle que les membres adopteraient individuellement dans d'autres circonstances. Parmi les facteurs qui peuvent aboutir à cette déviation, les auteurs mentionnent la comparaison sociale. Il s'agit d'un processus par lequel un individu se sert d'autrui comme référence, en cas d'absence de certitudes quant à ses opinions. Ainsi, si un individu trouve que ses opinions sont partagées et appréciées par autrui, il en conclura qu'elles sont valides (Faucheux et Moscovici, 1967). Dans ce sens, la comparaison sociale peut avoir des conséquences sur les choix en matière de rémunération des dirigeants (Broye et Moulin, 2010). En effet, selon ce processus, les administrateurs indépendants du conseil d'administration ou du comité de rémunération, qui sont les dirigeants d'autres entreprises, n'hésiteront pas à attribuer des montants excessifs à leurs dirigeants dans la mesure où ils prendront comme référence leurs propres rémunérations (O'Reilly et *al.*, 1988 ; Broye et Moulin, 2010) :

Laschever (2010, p.2) constate que «*Compensation committee members may also be influenced by a psychological motivation and choose to pay CEOs in comparison to their own pay (as proposed by O'Reilly et al., 1988) or that of other CEOs. Festinger (1954) posited that absent objective measures of ability, individuals will seek to compare to the abilities of others. Similarly, compensation committees might find it hard to evaluate their own CEOs and turn to other firms for best practices*».

En outre, et en raison de la comparaison sociale, le conseil d'administration est poussé à ajuster la rémunération de son dirigeant sur la base de celle-là plus élevée (Ezzamel et Watson, 1998) :

«*Firms may choose higher-paying peers to benchmark against because those firms are more attractive or because compensation committees may want to give a competitive compensation package to their Chief Executive Officer (CEO)* » précise encore Laschever (2010, p.2)

Les arguments précédents permettent de déduire la proposition 5a.

***Proposition 5a : Les biais cognitifs qui affectent les acteurs intervenant dans les instances de gouvernance peuvent influencer leur rôle dans la fixation de rémunération des dirigeants.***

#### 2.3.4.2. Les biais affectant le dirigeant

Comme pour les acteurs de la gouvernance des entreprises, certains biais peuvent aussi affecter le dirigeant. Parmi ces biais, on trouve le narcissisme.

Ce terme provient du mythe grec de *Narcisse*, l'histoire d'un jeune homme qui est tombé amoureux de sa propre image. Depuis Freud (1914), les chercheurs en psychologie ont utilisé ce terme pour décrire les individus qui sont emprunts d'un sentiment grandiose de leur propre importance, préoccupés par la fantaisie d'un succès sans limites, exhibitionnistes et caractérisés par un manque d'empathie (Kets de Vries et Miller, 1992).

Récemment, des travaux en management stratégique ont intégré ce concept de narcissisme pour étudier le comportement des dirigeants (Chatterjee et Hambrick, 2007 ; Campbell et al., 2011). Ces travaux montrent que les dirigeants narcissiques se servent de toutes les ressources disponibles afin de confirmer leur sentiment de supériorité, plutôt que de servir l'entreprise (Ollimet, 2012). Il est vrai que les dirigeants narcissiques sont plus charismatiques et plus créatifs que les autres dirigeants (Campbell et al., 2011), mais ils sont également susceptibles de violer les normes d'éthique et de prendre des décisions très risquées détruisant ainsi la valeur de l'entreprise (O'Reilly et al., 2012).

Campbell et al. (2011, p. 280) concluent que « *Narcissistic leadership resulted in short-term performance and greater performance than direct competitors. However—and this is the big catch—the more narcissistic the “corporate leaders” that were competing with each other, the less well each—and all—did. They cut down the forest so quickly that everyone suffered. Essentially, narcissistic leaders quickly kill the proverbial “golden goose.” They succeed in the short term, but destroy systems that they and others depend on to survive and thrive* »

Il semble alors que les dirigeants narcissiques se comportent comme des leaders (Rosenthal et Pittinsky, 2006) et qu'ils sont en mesure d'agir sur les décisions afin de satisfaire leurs propres besoins (Ollimet, 2012). Dans ce cadre O'Reilly et al. (2012), en étudiant un échantillon composé de 32 dirigeants américains, trouvent que les dirigeants narcissiques<sup>102</sup> sont capables d'influencer le rôle du conseil d'administration lors de la définition de leurs

---

<sup>102</sup> Le narcissisme est mesuré par les cotes des dirigeants auprès de leurs employés.

rémunérations. En effet, dans la mesure où ils sont moins empathiques et moins préoccupés par le maintien de l'équité, les dirigeants narcissiques sont susceptibles d'exiger une rémunération plus élevée que les autres dirigeants. Ces développements justifient la proposition 5b.

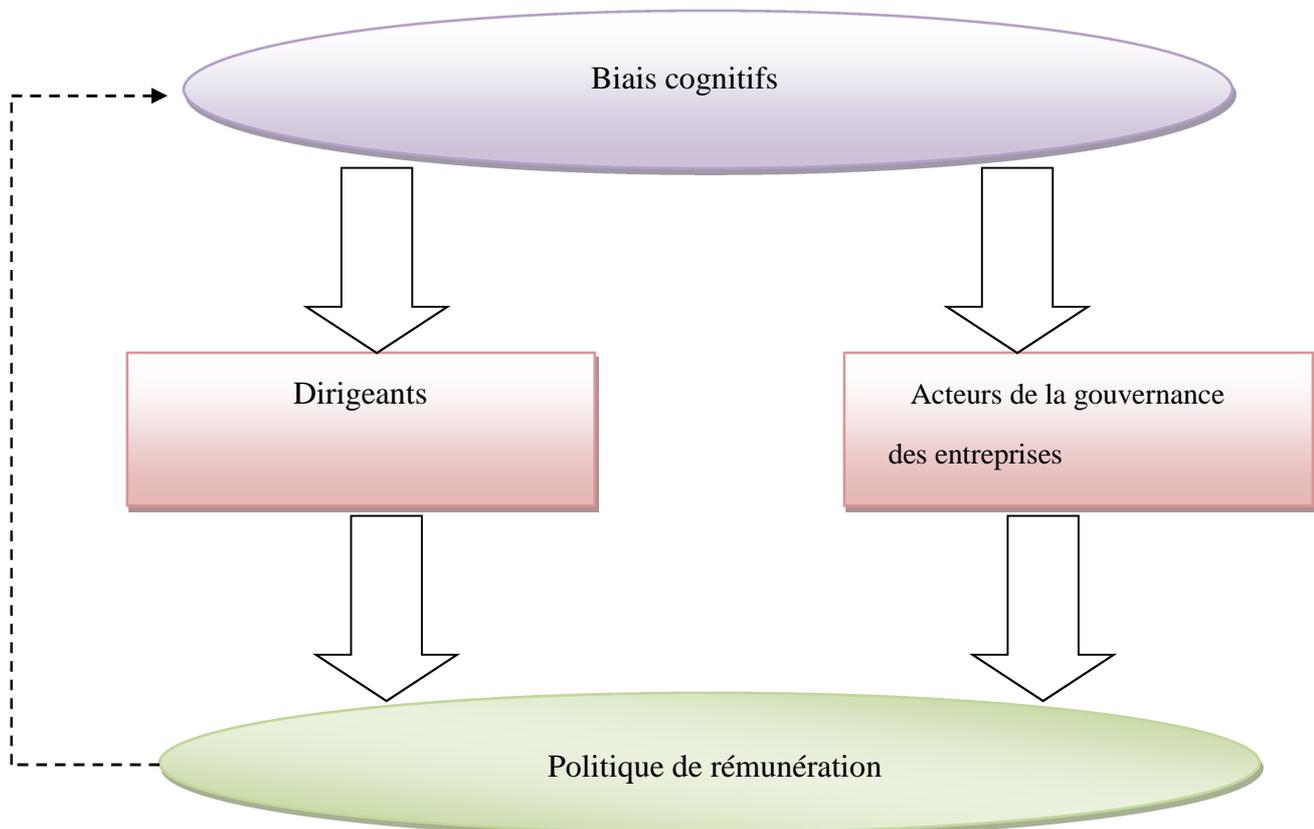
***Proposition 5b : Le comportement narcissique de certains dirigeants peut atténuer les capacités d'initiative du comité des rémunérations et de contrôle du conseil d'administration.***

Notons enfin que le niveau de rémunération peut aggraver certains biais (surconfiance, hubris,...) chez les dirigeants. Ces derniers peuvent par la suite accroître le risque de décision non optimale (Charreaux, 2005). L'intégration de la dimension comportementale ne se limite pas à l'impact des biais comportementaux sur le rôle du système de gouvernance (Charreaux, 2005). En effet, la rémunération des dirigeants peut avoir des impacts sur les biais comportementaux et sur les jugements des dirigeants. L'approche comportementale émet l'hypothèse que des niveaux élevés de rémunération peuvent aggraver l'excès de confiance chez les dirigeants. Selon Susskind, l'excès de confiance traduit « *une tendance chez l'Homme à surestimer ses capacités, ses chances de succès, la probabilité d'obtenir des résultats positifs ou encore la précision de ses connaissances* » (Susskind, 2005, p. 77). Il s'agit de l'un des biais comportementaux les plus étudiés dans la littérature (Daniel et Titman, 1999). De nombreuses études en psychologie ont montré que les individus tendent à surestimer leurs capacités et la pertinence de leurs connaissances (Susskind, 2005 ; Bessière, 2007). L'un des exemples les plus cités pour illustrer ce comportement est la célèbre expérience de Svenson (1981). Cette dernière montre que 82% des étudiants automobilistes pensent être de meilleurs conducteurs que la moyenne. L'excès de confiance a été observé pour étudier les comportements de plusieurs professionnels, notamment les médecins (Christensen-Szalanski et Bushyhead, 1981), les avocats (Wagenaar et Keren, 1986), les banquiers (Yates, 1990), les créateurs d'entreprise (Cooper et al., 1988) et en particulier les investisseurs financiers. Dans ce cadre, une importante littérature empirique s'est intéressée aux conséquences de l'excès de confiance sur le comportement des investisseurs (Debondt et Thaler, 1985 ; Daniel et al., 1998 ; Gervais et Odean, 2001). Ces études révèlent que ce biais peut conduire à des stratégies de *trading* agressives qui mènent généralement à de mauvaises performances (Susskind, 2005).

Concernant le cas du dirigeant, la littérature mettant en évidence l'impact de l'excès de confiance sur le comportement des dirigeants est moins importante que celle consacrée aux investisseurs sur le marché financier. Bessière (2007) propose une synthèse des recherches consacrées à l'excès de confiance des dirigeants et son impact sur les décisions financières. L'auteur tire comme conclusion que l'excès de confiance chez le dirigeant peut mener à des décisions financières sous optimales (à titre d'exemple des opérations d'acquisition plus importantes, plus fréquentes et moins rentables). Ce sentiment de surconfiance chez le dirigeant peut être amplifié par les réussites du passé ainsi que toute autre forme de *feedback* positif (Brown, 1997 ; Daniel et al., 1998 ; Earley et al., 1990). En outre, Paredes (2005) indique aussi que certaines formes de rémunération (les stock-options en particulier) pourraient renforcer l'excès de confiance du dirigeant. En effet, une telle rémunération est interprétée comme un signal positif sur les compétences des dirigeants (Paredes, 2005).

«...that high executive compensation gives positive feedback to a CEO and signals that the chief executive is a success. Studies show that positive feedback and recent success can result in overconfidence. » (Paredes, 2005, p. 673).

**Figure 14 : Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une approche actionnariale comportementale**



### 3. LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE

Les propositions issues de ce cadre ont été construites sur la base d'une vision synthétique de la gouvernance basée sur l'action de deux leviers (disciplinaire et comportemental) par lesquels agit le système de gouvernance sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants.

Pour mieux comprendre et expliquer l'intervention des mécanismes de gouvernance sur le processus conduisant à la définition et à la mise en œuvre de la politique de rémunération des dirigeants, nous avons privilégié une approche empirique par l'étude de cas. Ce choix s'explique par la complexité du phénomène étudié (la politique de rémunération des dirigeants) et l'objectif visé de sa compréhension en contexte.

Généralement, les travaux en finance d'entreprise sont « ...très majoritairement, des études statistiques, portant principalement sur des bases de données publiques, et plus accessoirement, sur des bases de données construites par l'auteur. Les méthodes d'investigation fondées sur des expériences, des stimulations, voire des études de cas, sont peu utilisées. » (Charreaux, 2008b, p.250-251).

Pourtant, les éditeurs de l'une des revues phares du domaine de la finance - *Journal of Financial Economics*- avaient encouragé la publication d'études de cas<sup>103</sup>.

Une telle démarche est pratiquée depuis des décennies par les chercheurs dans la plupart des sciences sociales, mais très peu dans le domaine de la finance d'entreprise, où certains semblent continuer à penser que cette méthode de recherche ne permet pas d'atteindre la généralisation, condition de scientificité des résultats (David, 2005). Or, selon Yin (2003), il est possible de généraliser à partir d'une étude de cas. Par contre, il s'agit d'une généralisation de type « analytique » et non plus « statistique », c'est-à-dire la généralisation d'un ensemble particulier de résultats à une théorie plus large, qui doit être testée à travers des répliques des résultats dans d'autres contextes (Yin, 2003).

Dans cette section, nous justifions dans un premier temps, le choix de l'étude de cas comme méthode empirique. Dans un deuxième temps, nous identifierons le type de données collectées et décrirons notre terrain de recherche.

---

<sup>103</sup> En 1989, les rédacteurs du *Journal of Financial Economics* qui ont lancé la section intitulée *Clinical Papers*, affirment que la recherche clinique, par son examen plus étroit des échantillons, compléterait et encouragerait la théorie et les essais empiriques (Jensen et al., 1989). En 2000, le *Journal of Financial Economics* publiait 41 articles, dont 8% de recherches cliniques (Tufano, 2001).

### 3.1. LE CHOIX DE L'ETUDE DE CAS

Ce point explique la méthodologie développée dans la cadre de notre recherche. Dans un premier temps, nous nous attacherons à justifier notre choix d'une étude de cas. Ensuite, nous présenterons le cas sélectionné : le groupe Vinci

#### 3.1.1. Justification de la méthodologie

Jensen (1983) est l'un des premiers chercheurs en finance à prendre position pour la publication des études cliniques en finance d'entreprise. En effet, la plupart des études empiriques dans ce domaine sont des études statistiques. Ces dernières ont été fortement critiquées par Jensen (1983). Selon cet auteur, dans une perspective contractuelle, les recherches explicatives sur les organisations devraient se construire sur des données d'ordre qualitatif dans la mesure où les variables numériques ne peuvent saisir toutes les dimensions nécessaires et présentes dans une recherche en finance organisationnelle. Dans ce cadre, Wirtz (2000) précise que les données qualitatives permettent notamment d'inférer les raisons des acteurs.

La prise de position en faveur du développement des études de cas est due essentiellement « *au développement méthodologique concernant l'intérêt des méthodes qualitatives que Jensen (1983) avait consacrées à la théorie positive de l'agence appliquée à la recherche comptable, mais qui pouvaient être transposé à la finance d'entreprise.* » (Charreaux, 2008b, p.253-254).

En effet, Jensen a exposé d'une manière claire le processus de recherche permettant de développer des théories positives :

*«...the ideal process proceeds by using the agency definitions and the cost-minimizing tautology ... and a subset of the observed contract structures to develop propositions about the important aspects of the environment and the monitoring and bonding technology—that is, to derive a theory that is consistent with those contracts. If successful, that effort provides a structure that can be manipulated to derive additional non-obvious positive propositions, i.e., hypotheses. Confronting these propositions with previously unknown or unused data provides a test of the theory. If the data are substantially inconsistent with the predictions, the theory is then revised or replaced with a new alternative and the process continues...»* (Jensen, 1983, p.336-337).

Le choix de l'étude de cas, en tant que stratégie de recherche, se justifie généralement par deux raisons : la complexité du problème à étudier et la nature des données collectées (Wirtz, 2000).

La complexité de notre objet de recherche (les relations entre les divers niveaux de gouvernance d'entreprise et la politique de rémunération des dirigeants) ainsi que la nature dynamique de ces relations, nous a conduit à opter pour une étude de cas fondée sur le suivi du processus décisionnel de rémunération des dirigeants sur un horizon temporel relativement étendu. Par ailleurs, la compréhension de l'intervention du dirigeant passe par l'analyse de sa latitude managériale. Cette dernière semble difficile à saisir par une simple mesure quantitative. Ainsi, l'avantage de l'étude de cas est de pouvoir combiner selon les besoins, des données qualitatives avec des données quantitatives.

*« Globalement, le recours aux sources multiples contribue à obtenir une compréhension plus riche de la dynamique d'un cas. Il permet par ailleurs de contrôler l'exactitude d'un certain nombre d'informations »* (Wirtz, 2000, p. 125).

L'étude de cas admet une diversité d'applications possibles. Le chercheur a le choix entre l'étude de cas unique et l'étude de cas multiple. Ce choix détermine la structuration de la recherche, la procédure de collecte et d'analyse des données (Hlady Rispal, 2002).

Le choix d'une étude d'un cas unique est généralement préconisé dans trois situations (Yin, 2003). D'abord, si le chercheur souhaite tester une théorie pour la confirmer, la réfuter ou la compléter. Il peut également avoir identifié un cas présentant un caractère extrême. L'unicité résulte alors de la rareté du phénomène étudié. Enfin, le chercheur peut faire appel à un cas unique pour révéler un phénomène, qui sans être rare, n'était pas encore accessible à la communauté scientifique. Toutefois, l'étude d'un seul cas contribue à faire ressortir la faiblesse relative à la généralisation qui caractérise l'étude de cas comme méthode de recherche. Pour sa part, l'étude de cas multiple vise davantage à tirer des conclusions d'un ensemble de cas<sup>104</sup>. Elle vise généralement à fournir une recherche descriptive du contexte dans lequel les événements se déroulent et de mettre au jour la structure profonde des comportements. En effet, chaque cas doit être choisi pour prédire des résultats semblables ou bien pour prédire des résultats contrastés, afin de renforcer la validité externe de l'étude cas par rapport à une étude de cas unique (Yin, 2003). Toutefois, il faut être conscient que plus le nombre de cas étudié est grand, plus la collecte des données sera onéreuse à tous les points de

---

<sup>104</sup> On recommande habituellement d'utiliser de 4 à 10 cas (Eisenhardt, 1989).

vue (temps et ressources), ce qui est souvent en deçà des moyens d'un chercheur indépendant (Yin, 2003).

Dans la recherche sur le processus décisionnel de rémunération des dirigeants, c'est l'étude de cas unique que nous avons choisi. La justification et la présentation du cas retenu- le groupe Vinci, à travers la politique de rémunération de son ancien dirigeant Antoine Zacharias de 2002 à 2011- fera l'objet de notre prochain développement.

### **3.1.2. Sélection et présentation du cas**

Comme nous l'avons déjà signalé, le recours à un cas unique est justifié pour trois raisons principales (Yin, 2003) : tester une théorie existante (cas critique), étudier un phénomène rare (cas extrême) ou étudier un phénomène jusqu'à présent inaccessible à l'investigation scientifique (cas exemplaire). Ainsi, la question qui se pose est de savoir si l'étude de cas Vinci respecte une des conditions précitées. Autrement dit, est-ce qu'il s'agit d'un cas critique ? Cas extrême ? Cas exemplaire ?

En se référant au tableau 33, notre choix s'est orienté vers un cas exemplaire. Dans la mesure où nous souhaitons montrer l'influence du système de gouvernance sur le processus décisionnel de rémunération des dirigeants dans un cadre à la fois disciplinaire et comportemental, nous avons été amenés à trouver un cas qui se distingue par sa singularité, et qui soit exemplaire du phénomène étudié. Notre choix s'est porté alors sur la société Vinci.

**Tableau 33 : Le recours à un cas unique**

Objectif de l'étude de cas	Caractéristiques du cas	Arguments
Tester une théorie déjà existante	Cas critique	<p>L'objectif de notre étude de cas n'est ni de confirmer, de réfuter ou de compléter une théorie existante.</p> <p><b>→ Il n'aurait pas été judicieux de recourir à un cas critique</b></p>
Identifier un cas présentant un phénomène rare	Cas extrême	<p>Le processus de décision de rémunération des dirigeants n'est pas un phénomène rare, car il concerne toutes les entreprises.</p> <p><b>→ Il n'aurait pas été judicieux à recourir à un cas extrême.</b></p>
Révéler un phénomène n'est pas encore accessible à la communauté scientifique	Cas exemplaire	<p>Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants n'est pas un phénomène rare puisqu'il concerne toutes les entreprises. Toutefois, le phénomène n'a jamais été étudié dans toute sa complexité.</p> <p><b>→ Il est donc judicieux de recourir à un cas exemplaire. En effet, la politique de rémunération est un sujet sensible, et des témoignages « honnêtes » concernant des décisions délicates ne sont pas faciles à obtenir. Se pose donc un problème d'accès aux données qualitatives et, ensuite, de fiabilité des données collectées, d'où l'intérêt d'un cas qui a fait l'objet d'un jugement devant les tribunaux et d'une grande publication médiatique.</b></p>

Comme nous centrons notre recherche sur l'impact des mécanismes de gouvernance sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, il fallait donc un cas, où les mécanismes de gouvernance étaient présents et actifs tout au long du processus décisionnel. Ce type d'événement peut correspondre à l'histoire vécue par le groupe Vinci. En effet, le processus de décision de rémunération des dirigeants dans ce groupe présente la particularité d'être influencé par plusieurs mécanismes autres que le conseil d'administration et le comité de rémunération. Dans ce cadre, la presse avait une influence sur la politique de rémunération des dirigeants de ce groupe. En effet, l'affaire de son ancien patron Antoine Zacharias a fait l'objet d'une grande couverture médiatique. La production d'articles sur cette affaire a entraîné des conséquences directes et indirectes sur le processus décisionnel de rémunération des dirigeants.

En outre, comme l'objectif de ce travail est de mettre l'accent sur les processus dynamiques caractérisant l'évolution de la relation entre le système de gouvernance et la politique de rémunération des dirigeants, il nous fallait un cas qui a connu des changements dans l'intervention des mécanismes de gouvernance sur les différentes étapes du processus décisionnel. Dans ce contexte, Vinci a connu des changements significatifs concernant l'influence de ces mécanismes. En effet, jusqu'au 2006, l'ancien dirigeant du groupe avait la totale maîtrise du processus décisionnel de sa rémunération. A titre d'exemple, Antoine Zacharias a fait écarter en mai 2004, trois membres du comité de rémunération hostiles au dé plafonnement de son salaire. A la suite, de l'éviction d'Antoine Zacharias, le rôle du conseil d'administration dans la ratification et la surveillance des décisions de rémunération était renforcé. En effet, les administrateurs cherchent à ce que les décisions en matière de rémunération sont celles qui favorisent une meilleure équité interne tout en reconnaissant la performance de leur dirigeant. Dans ce cadre, et depuis juillet 2006, le conseil d'administration a décidé de ne plus mettre en place de stock-options qui seront remplacées par l'attribution d'actions gratuites subordonnées à des conditions de performance.

Enfin, le choix de ce cas s'explique par un horizon temporel très étendu ayant pour point central l'éviction d'Antoine Zacharias en 2006. Le choix d'une période relativement large permet de nous donner les moyens d'obtenir une tranche significative du processus. Le départ d'Antoine Zacharias en 2006 a remis en lumière le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Depuis, le groupe a connu plusieurs changements de sa politique de rémunération plus ou moins directement liés à l'intervention des mécanismes de gouvernance.

### **3.2. LA COLLECTE DES DONNEES ET LEUR ANALYSE**

Une fois le choix du cas effectué, il nous a donc fallu procéder à la collecte de données, autrement dit constituer notre matériau empirique, nous permettant ainsi de poursuivre le processus de recherche. Dans cette section, nous présentons tout d'abord les types de données collectées, puis nous expliquons les différents traitements dont elles ont fait objet.

#### **3.2.1. Les données collectées**

Pour la collecte des données, Yin (2003) explique que les informations requises pour préparer une étude de cas proviennent généralement de six sources : des documents, des archives, des entrevues, l'observation directe, l'observation participante et des objets physiques. Comme notre étude cas est construite sur une triangulation, nous avons été amenés à utiliser plusieurs types de données mêlant à la fois des sources primaires et des données secondaires.

Ainsi, dans un premier temps, nous nous sommes procuré des rapports annuels concernant la période d'étude (de 2002 à 2011). En outre, beaucoup de données ont été extraites d'une quantité importante d'articles de presse. Ces derniers sont issus de la base de données *Factiva*<sup>105</sup> et concernent la période du 02/01/2002 au 17/05/2012. Les articles qui ont été retenus avaient un sujet en rapport avec la politique de rémunération des dirigeants (commentaires sur une attribution massive de stock-options par exemple) et/ou la gouvernance d'entreprise (nomination de nouveaux administrateurs au sein du comité de rémunération, conflit entre le dirigeant et son adjoint,...). Toutefois, compte tenu de la quantité d'articles (319 articles recensés), nous avons été obligés de concentrer notre recherche sur trois périodes considérées comme critiques :

- Mai 2004 : changement des membres du comité de rémunération.
- Mai-juin 2006 : début du conflit entre Antoine Zacharias et son adjoint et l'éviction du premier
- Mars 2010 au mai 2012 : le procès contre Antoine Zacharias pour abus de biens sociaux pour ses avantages financiers perçus entre 2004 et 2006.

Par ailleurs, nous nous sommes procuré le jugement rendu par la 9<sup>ème</sup> chambre de la cour d'appel de Nanterre concernant le procès d'Antoine Zacharias. Cette source est particulièrement intéressante pour comprendre le processus décisionnel de rémunération des

---

<sup>105</sup>C'est une base de données d'actualité internationale donnant l'accès à une grande partie de la presse généraliste et économique de 152 pays.

dirigeants chez Vinci dans la mesure où, d'une part, il est rare de disposer d'autant d'informations détaillées concernant le fonctionnement du conseil d'administration et du comité de rémunération et où, d'autre part, les déclarations ont été faites par les différents protagonistes (triangulation) après prestation de serment, ce qui nous amène à supposer qu'elles sont sincères (Charreaux, 1997b). Notons que, dans ce cadre, nous avons également assisté durant deux jours (le 25 et le 26 mars 2010) au procès d'Antoine Zacharias devant le tribunal correctionnel de Nanterre. Enfin, un entretien a été mené avec Monsieur Denis Vernoux, membre du conseil d'administration. Cet entretien a fait l'objet d'un enregistrement et d'une retranscription. Il s'agit d'un entretien semi-directif à travers lequel le sujet interrogé s'exprime librement sur le processus de décision de rémunération des dirigeants ainsi que sur le système de gouvernance d'entreprise.

Au final, notre recherche s'appuie essentiellement sur des matériaux constitués de communications écrites (rapports annuels, article de presse, jugement de la cour d'appel) et orale (retranscription d'entretien réalisé avec un membre du conseil d'administration et observation des coulisses du procès au tribunal)

### **3.2.2. L'analyse des données**

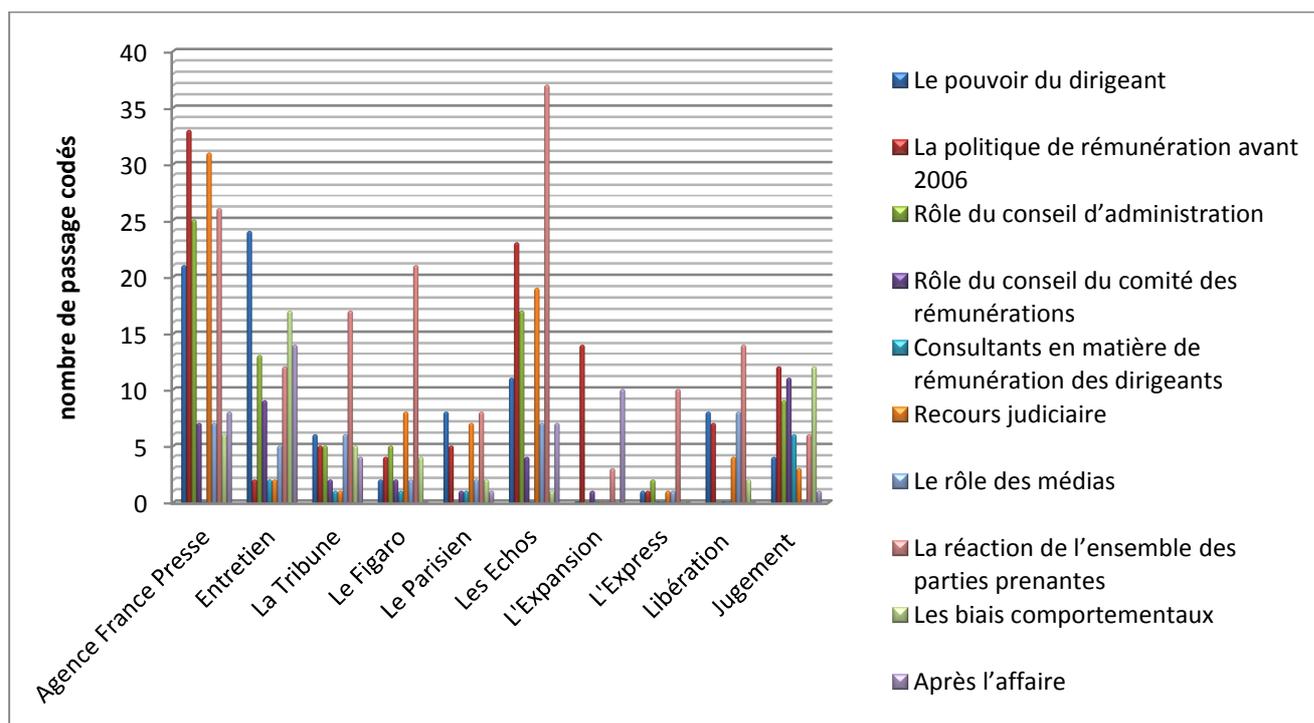
Une fois ces données collectées, il était nécessaire de les dépouiller, les classer et les analyser. Dans ce travail, nous utilisons le modèle interactif préconisé par Miles et Huberman (2003). Ce modèle fait appel à trois composantes ou activités concourantes : la condensation des données, la présentation des données et la conclusion ou inférence et validation auprès des acteurs.

En premier lieu, une étape de codage qui consiste à découper le contenu des documents collectés et de la transcription de l'entretien en unités d'analyse (ou des thèmes), puis à les classer dans des codes. *« Les codes sont des étiquettes qui désignent des unités de signification pour l'information descriptive ou inférentielle compilée au cours d'une étude. Les codes sont habituellement attachés à des segments de taille variables-mots, locutions phrases ou paragraphes entiers, connectés ou déconnectés d'un contexte spécifique. Ils peuvent prendre la forme d'une étiquette catégorielle simple ou d'une étiquette plus complexe (par exemple, une métaphore) »* (Miles et Huberman, 2003, p.112).

Le codage des thèmes des articles de Presse, du jugement et de l'entretien a relevé 10 thèmes (le pouvoir du dirigeant, la politique de rémunération avant 2006, le rôle du conseil d'administration, le rôle du comité de rémunération, l'assistance des consultants en

rémunération, le recours judiciaire, le rôle des médias, la réaction des parties prenantes, les biais comportementaux et l'après affaire). Nous les avons définis dans le tableau de l'annexe 6. En deuxième lieu, un travail d'articulation et de structuration des données a été mené pour tester nos propositions. La figure 15 nous permet d'avoir une vue synthétique du contenu de l'ensemble des documents collectés. Elle a été réalisée sur la base d'une matrice croisant les thèmes retenus et les différentes sources. Nous constatons que les thèmes les plus présents dans l'entretien sont « le pouvoir du dirigeant » et « les biais comportementaux ». Pour ce qui concerne les journaux, le thème le plus fréquent est celui de « la réaction des parties prenantes de l'entreprise ». En complément de la codification, nous proposons d'utiliser la méthode de *flowchart* (Annexe 7) préconisée par Langley (1999). Selon Wirtz (2000), cette méthode consiste à rapporter « les données critiques du cas dans un graphique représentant les principales dimensions étudiées sur un axe temporel » (Wirtz, 2000, p.133). Son avantage est d'avoir une meilleure visualisation des événements simultanés dans une étude processuelle (Langley, 1999). Toutefois, comme l'a précisé Wirtz (2000), cette méthode graphique n'est pas le résultat final mais plutôt une étape intermédiaire dans l'interprétation des données afin de faciliter la rédaction des résultats de l'étude de cas. Ces derniers vont être présentés dans le point suivant.

**Figure 15 : Synthèse du codage**



## **4. RESULTATS**

L'objet de cette section est d'étudier le processus de détermination de la rémunération du dirigeant chez Vinci, tel qu'il s'est déroulé réellement avec ses différents acteurs et mécanismes. Dans ce cadre, nous allons d'abord faire la présentation de l'entreprise. Ensuite, nous exposons de manière très descriptive la chronologie des événements concernant la politique de rémunération. Enfin, nous présentons les résultats des analyses de contenu.

### **4.1. PRESENTATION DE L'ENTREPRISE**

Anciennement dénommée Société Générale d'Entreprise (SGE), Vinci était, jusqu'en 2000, une filiale de BTP de la Compagnie Générale des Eaux (CGE), devenue ensuite Vivendi. Depuis 1990, La SGE est dirigée par Antoine Zacharias qui a redressé l'entreprise en orientant ses activités vers les concessions. En 2000, Vivendi se sépare de SGE qui prend la dénomination de Vinci. Sous la présidence d'Antoine Zacharias<sup>106</sup>, Vinci devient le numéro 1 mondial des concessions, de la construction et des services associés<sup>107</sup>. Le chiffre d'affaires passe de 14,1 milliard d'euros en 2000 à 25,6 milliard d'euros en 2006. Le résultat net du groupe connaît une progression sur cette période de 323%<sup>108</sup> et le cours de l'action est multiplié par 6. Malgré ce bilan plutôt positif que nous venons de dresser, Antoine Zacharias est l'un des dirigeants les plus critiqués par les médias en raison de sa rémunération considérée la plus importante des sociétés du CAC 40 : plus de 250 million d'euros de plus-value potentielle sur ses stock-options, une indemnité de départ égale à 13,2 million d'euros et une retraite de 2,2 Millions d'euros.

La détermination de la rémunération d'Antoine Zacharias connaît plusieurs changements pour la période allant de 2000-2006.

### **4.2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX EVENEMENTS**

Le 19 mai 2011, un événement fait l'objet d'une large médiatisation dans la presse française, que ce soit économique ou généraliste : la condamnation pénale de l'ancien président-directeur général de Vinci pour avoir abusé de son pouvoir de dirigeant dans l'unique but de s'octroyer une des rémunérations les plus importantes des sociétés du CAC 40. Cette décision est inédite dans le monde des affaires. Pourtant, en première instance, le tribunal correctionnel

---

<sup>106</sup> Du 2000 à 2006

<sup>107</sup> Après la fusion avec la société des Grands Travaux de Marseille (GTM)

<sup>108</sup> Passant de 300 millions d'euros à 1,3 Milliard d'Euros

de Nanterre avait décidé de relaxer Antoine Zacharias dans la procédure engagée par un actionnaire minoritaire en 2007. Remontons donc au tout début de l'histoire.

Antoine Zacharias intègre la CGE à partir de 1971 en qualité d'ingénieur. Il gravit successivement plusieurs échelons. En octobre 1990, il est nommé directeur général de la SGE, devenue Vinci en 2000. Antoine Zacharias n'a donc jamais été salarié du groupe Vinci. Ainsi, en tant que mandataire social, les dispositions sociales et financières d'Antoine Zacharias résultent des décisions du conseil d'administration et non des termes d'un contrat de travail.

En 2000, la rémunération d'Antoine Zacharias est basée sur une part fixe et une part variable. Des options de souscription et d'achat d'actions ont été consenties également. Concernant la rémunération variable, sur une proposition du comité de rémunération (à l'époque ce comité est présidé par Jean Marie Messier et composé de Patrick Faure et Serge Michel), elle est indexée sur le résultat d'exploitation ou le résultat net en montant absolu sans plafond. Ce déplafonnement ne dure pas longtemps. En effet, à compter de l'exercice 2001, le comité de rémunération (présidé à l'époque par Alain Michel) propose de plafonner la rémunération globale du dirigeant à 2,95 millions d'euros. De ce fait, entre 2000 et 2001, la rémunération d'Antoine Zacharias baisse par rapport à la formule mise en place par Jean Marie Messier et ensuite, en 2001 et 2004, la rémunération reste stable. D'après les déclarations de Bernard Huvelin (directeur général de Vinci de 1999 jusqu'à 2005) devant l'autorité des marchés financiers (AMF), Antoine Zacharias n'apprécie pas cette politique de rémunération et il veut que le plafonnement disparaisse<sup>109</sup>. Malgré cette critique de la part d'Antoine Zacharias, le comité de rémunération ne cède pas. Ainsi, le 8 décembre 2003, ce comité propose, pour l'exercice 2004, de maintenir le montant de la partie fixe et du plafonnement de la rémunération variable d'Antoine Zacharias. Cette proposition est approuvée par le conseil d'administration du 16 décembre 2003.

Le 4 mai 2004, sur une décision du conseil d'administration, la composition du comité de rémunération est modifiée. Les membres de ce nouveau comité sont proposés par Antoine Zacharias. A compter de cette date, le nouveau comité de rémunération est composé d'Alain Dinin et Dominique Ferrero et présidé par Quentin David. Pour justifier cette décision de renouvellement, Antoine Zacharias met en avant les recommandations du Rapport Bouton (2002) en matière d'indépendance des administrateurs. Ce rapport définit l'administrateur

---

<sup>109</sup> Ces déclarations sont mentionnées dans l'extrait des minutes du secrétariat-greffe de la cour d'appel de Versailles du 19 mai 2011

indépendant comme celui qui n'est engagé dans aucune relation avec l'entreprise qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. En appliquant cette définition, il s'avère que deux membres de l'ancien comité de rémunération, à savoir Serge Michel et Alain Minc, ne sont pas qualifiés d'administrateurs indépendants<sup>110</sup>. Lors de la première réunion du nouveau comité de rémunération, le 25 août 2004, Quentin David propose la mise en place d'une rémunération entièrement variable calculée en fonction de facteurs économiques et financiers<sup>111</sup>. Ce mode de calcul supprime aussi le plafonnement de la rémunération du dirigeant. Ces nouvelles modalités de calcul sont approuvées par le conseil d'administration le 7 septembre 2004. Ainsi, Antoine Zacharias qui bénéficiait en application des précédents modes de calcul, d'une rémunération plafonnée à 2,9 million d'euros entre 2001 et 2003, voit celle-ci être portée pour l'exercice 2004 à 3,3 million d'euros, puis à 4,29 en 2005, soit une augmentation de 50% entre 2003 et 2005.

En juin 2005, Antoine Zacharias fait part de sa volonté de démissionner de son mandat de directeur général à compter du 1 janvier 2006 et de faire valoir ses droits à la retraite de directeur général<sup>112</sup>. Par contre, il souhaite conserver son mandat en tant que président du conseil d'administration non exécutif ni rémunéré (document de référence, 2005). Le 14 juin 2005, le conseil d'administration décide de dissocier les mandats d'Antoine Zacharias, de nommer Xavier Huillard en tant que nouveau directeur général et de prendre acte des conséquences financières de départ à la retraite d'Antoine Zacharias. Ces conséquences prennent deux formes. Premièrement, une indemnité de départ<sup>113</sup> correspondant à 36 mois de rémunération, sur la base de la rémunération de l'année précédant la rupture du mandat, soit 12.870.957€. Deuxièmement, une retraite complémentaire<sup>114</sup> annuelle de 50% de la rémunération de la dernière année soit 2.145.132<sup>115</sup>. Notons aussi qu'Antoine Zacharias continue en ce moment-là de bénéficier de stock-options incluant 150000 options par an qui lui avaient été attribuées sur décision du conseil d'administration du 7 septembre 2004.

---

<sup>110</sup> En effet, des conventions relatives à des missions de conseil et d'assistance avaient été conclues depuis plusieurs années avec la société Soficot et AM Conseils respectivement gérées par Serge Michel et Alain Minc

<sup>111</sup> Résultat net par action, la capacité d'autofinancement par action, rentabilité des capitaux engagés, la performance de l'action, la performance relative de l'action (par rapport à l'indice du CAC 40 et un panier de sociétés européennes du secteur), dividende.

<sup>112</sup> Il est né en 1939 et il est donc âgé de 66 ans.

<sup>113</sup> Cette indemnité résulte d'une décision du conseil d'administration prise le 12 juillet 2001, sur proposition du comité de rémunération. Elle était prévue en cas de rupture (sauf faute lourde), soit sur décision du conseil d'administration, soit pour cause de départ à la retraite.

<sup>114</sup> Cette retraite a été approuvée par le conseil d'administration le 11 janvier 2000, sur recommandation du comité de rémunération. Cette retraite varie selon l'ancienneté entre 40 et 50% de la dernière rémunération pour une ancienneté de 10 ans dans le groupe.

<sup>115</sup> Antoine Zacharias a reçu cette année-là une rémunération globale de 4290265€.

En janvier 2006, Antoine Zacharias demande une prime de 8 millions d'euros après l'acquisition d'Autoroutes du Sud de France (ASF). Cette prime est discutée lors du conseil d'administration et soulève l'opposition de plusieurs administrateurs et du directeur général Xavier Huillard. Antoine Zacharias n'aurait pas apprécié le refus de son successeur de lui accorder cette prime et convoque, le 30 mai 2006, un conseil d'administration pour le 1 juin 2006 avec comme ordre du jour le remplacement du directeur général (Les Echos, 5 juillet 2006). A cet égard, et afin de défendre son point de vue, Xavier Huillard envoie le 26 mai 2006 une lettre<sup>116</sup> (Extrait de cette lettre figure dans l'Annexe 8) à tous les administrateurs dans laquelle il rappelle tous les montants accordés à Antoine Zacharias tout en signalant les dérives de ce dernier. Le 1 juin 2006, le conseil d'administration refuse de limoger Xavier Huillard. Antoine Zacharias démissionne alors de son mandat de président du conseil d'administration. Ainsi, le 16 juin 2006, l'un des actionnaires minoritaires du groupe dépose une plainte contre Antoine Zacharias pour abus de biens sociaux (Libération 21 juin 2006). En outre le conseil d'administration décide le 7 juillet 2006 de mettre en œuvre les procédures de révocation des autres mandats d'Antoine Zacharias dans les filiales du groupe<sup>117</sup>. Cette décision l'empêchera de bénéficier des options qui lui avaient été attribuées, puisque l'acquisition d'options nécessite d'appartenir à la société (Document de référence, 2006).

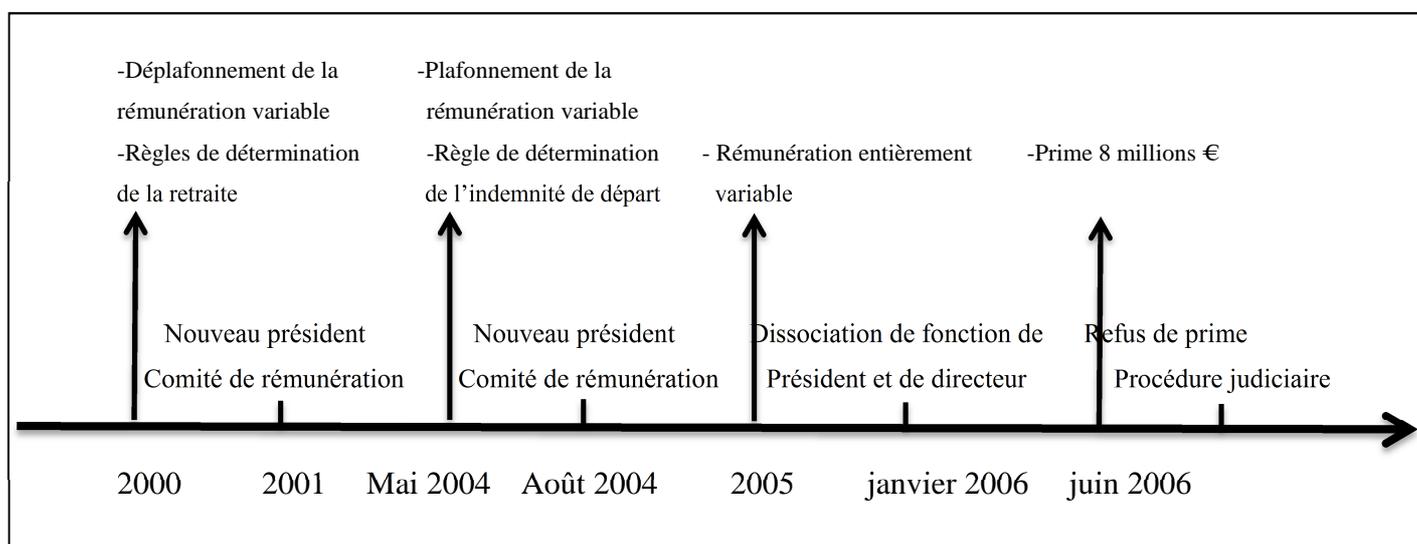
Notons enfin que le départ d'Antoine Zacharias s'accompagne d'une modification de calcul de la rémunération de Xavier Huillard. Le conseil d'administration décide en 2006 que cette rémunération serait composée d'une partie fixe de 700.000€ et d'une partie variable liée pour partie à un indice constitué de critères de performance et pour partie (250.000€) à l'appréciation du conseil.

---

<sup>116</sup> Cette lettre a été publiée dans le journal Le Parisien du 02/06/2006.

<sup>117</sup> Vinci Concessions, Vinci Pak, Vinci PLC, Vinci Deutschland GMBH

**Figure 16 : Chronologie des principaux évènements en matière de rémunération des dirigeants chez Vinci**



#### **4.3. RESULTATS : LA POLITIQUE DE REMUNERATION CHEZ VINCI : UN PROCESSUS COMPLEXE ET DYNAMIQUE**

Les tableaux 34 et 35 croisent les principaux concepts du cadre théorique et les différentes périodes de notre étude de cas ainsi que les différentes logiques de prise de décision. Les chiffres du tableau montrent le nombre de fois qu'un thème a été repéré dans le corpus textuel lors du codage.

En fonction de ces deux tableaux, nous avons tiré trois principaux résultats du cas Vinci, liés à trois périodes. La première période (2000-2004) est principalement marquée par l'intervention de deux mécanismes, à savoir le comité des rémunérations et le conseil d'administration qui agissent respectivement dans les phases d'initiative et de ratification. Cette intervention qui s'inscrit dans une approche disciplinaire consiste à définir la rémunération conformément aux intérêts des actionnaires. Le deuxième point est lié à la période allant de 2004 à 2006. Pendant cette période, le pouvoir du dirigeant dans la détermination de sa propre rémunération est prédominant. Dans ce contexte, l'appartenance d'Antoine Zacharias à un réseau relationnel entraîne un relâchement de la discipline des mécanismes de gouvernance (conseil d'administration, comité de rémunération) et conduit, par la suite, à une augmentation de sa rémunération. En outre, la présence de certains biais a pu nuire au fonctionnement des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération du dirigeant. Cette

intervention traduit le comportement du dirigeant qui cherche à s'approprier une partie de la richesse de l'entreprise au détriment des actionnaires. Enfin, le tableau 33 montre le rôle joué par la surveillance mutuelle, les médias et les tribunaux dans le contrôle des décisions prises par le conseil d'administration de Vinci à partir 2006. Cette intervention est cohérente avec la représentation pluraliste et disciplinaire de la firme.

**Tableau 34 : Résumé du codage selon la logique explicative dominante**<sup>118</sup>

	2000-2004	2004-2006	2006-2010
Disciplinaire actionnariale	26	12	29
Appropriation de valeur	6	76	0
Disciplinaire partenariale	3	0	48

**Tableau 35 : Résumé du codage selon l'intervention des mécanismes de gouvernance**<sup>119</sup>

	2000-2004	2004-2006	2006-2010
Conseil d'administration	18	22	21
Comité des rémunérations	12	19	11
Consultants	5	2	0
Médias	0	0	13
Surveillance mutuelle <sup>120</sup>	0	0	15
Action judiciaire	0	0	17
Réseau relationnel	0	35	0
Biais comportementaux	0	14	0

<sup>118</sup> Les chiffres correspondent au nombre de passages codés par thème (ici c'est la logique explicative dominante) et par période dans le corpus textuel.

<sup>119</sup> Les chiffres correspondent au nombre de passages codés par thème (ici ce sont les mécanismes de gouvernance) et par période dans le corpus textuel.

<sup>120</sup> Ce code a émergé à la lecture de l'entretien, du jugement.

#### 4.3.1. Le processus décisionnel entre 2000 et 2004

Lors de la sortie totale de la Société Générale des Eaux (devenue Vinci) du groupe Vivendi, début 2000, un nouveau comité des rémunérations est installé, composé de Serge Michel, Alain Minc et Patrick Faure. Le salaire d'Antoine Zacharias étant déjà très élevé, ce nouveau comité propose alors de plafonner cette rémunération. Le récit suivant illustre ce point.

*« Nous nous sommes trouvés en face d'un mécanisme de rémunération des mandataires sociaux arrêté par l'actionnaire principal précédent qui était Vivendi, à travers un comité que présidait Jean-Marie Messier et qui, indexant la rémunération des mandataires sociaux sur le résultat d'exploitation ou le résultat net en montant absolu, aurait abouti, pour ce qui concerne M. Antoine Zacharias, à une rémunération de plus de 50 millions de francs. Donc, la première proposition du comité au conseil a été de plafonner cette rémunération à 1/3 de la somme, montant très important mais inférieur à la règle établie »* témoigne Alain Minc (Jugement de la cour d'appel).

Le comité des rémunérations avait opté pour cette proposition après avoir consulté *Towers Perrin*, cabinet spécialisé en rémunération des dirigeants.

*« Considérant que ce cabinet (Towers Perrin), spécialiste des rémunérations offertes aux dirigeants des grands groupes, a été régulièrement sollicité depuis 2000 pour formuler des avis sur les rémunérations du président, de son indemnité de départ et de sa retraite complémentaire ou sur la rémunération des mandataires sociaux et les stock-options »* (Le jugement rendu par la cour d'appel).

En 2003, le comité des rémunérations propose de maintenir le principe du plafonnement de la part variable de la rémunération du président. Toutes les propositions prises par ce comité, durant la période 2001- 2003, sont ratifiées par le conseil d'administration.

*« C'est sur la proposition du comité des rémunérations, alors composé de Serge Michel, Alain Minc et Patrick Faure, que le conseil d'administration de la société Vinci a fixé le plafond de sa rémunération annuelle, de 2001 à 2003, à hauteur d'environ 2950000€ et que le prévenu (Antoine Zacharias) a accepté la formule adaptée »* (Jugement de la cour d'appel).

Le fonctionnement de ces mécanismes de gouvernance durant cette période apparaît cohérent avec *la proposition 1*, selon laquelle le processus décisionnel de la rémunération des dirigeants s'inscrit dans une approche d'essence disciplinaire. En effet, relativement à la typologie décisionnelle énoncée par Fama et Jensen (1983), le conseil d'administration de Vinci est présenté comme un levier disciplinaire pour ratifier les décisions de rémunération des dirigeants. Quant au comité des rémunérations du groupe, il intervient principalement dans la phase d'initiative. Ainsi, dans ce contexte disciplinaire, les membres de ce comité

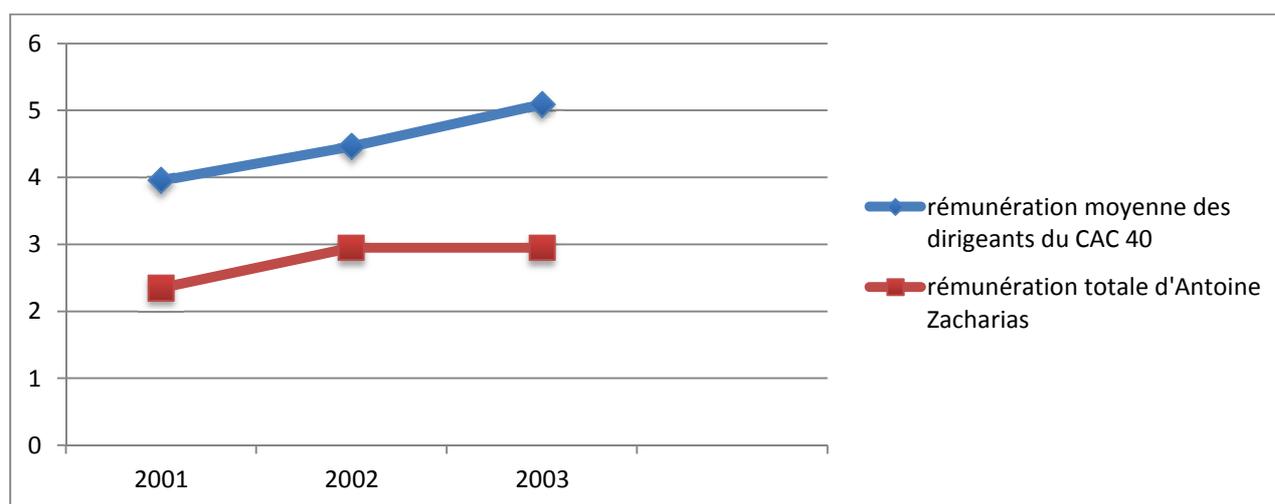
veillent à ce que les montants proposés ne soient pas excessifs vis-à-vis de la moyenne du marché (Figure 17).

« *Le mérite du comité des rémunérations, c'est d'avoir instauré la notion de plafonnement des rémunérations des mandataires sociaux. Ce qui a conduit qu'entre 2000 et 2001, les rémunérations de M. Antoine Zacharias et de moi-même ont baissé par rapport à la formule mise en place par Jean-Marie Messier et, qu'ensuite, entre 2001 et 2004, le plafonnement a joué et les rémunérations sont restées bloquées* » affirme Bernard Huvelin, directeur général de Vinci jusqu'à 2005 (Jugement de la cour d'appel).

On peut remarquer également que les conseillers en rémunération interviennent dans ce processus afin de faciliter la phase d'initiative. Leur présence constitue un moyen de rassurer les administrateurs et les actionnaires par rapport à l'efficacité des propositions du comité des rémunérations.

« *La référence à l'assurance du cabinet Towers Perrin constituait un élément de confort pour les membres du conseil* » précise Alain Dinin, membre du conseil d'administration à l'époque, (Jugement de la cour d'appel).

**Figure 17 : Evolution de la rémunération moyenne des dirigeants du CAC 40 et d'Antoine Zacharias en millions d'euros entre 2001 et 2003**



Source : Rapport annuel Vinci (2001, 2002, 2003) et Proxinvest (2005)

### **4.3.2. Antoine Zacharias, l'architecte de sa propre rémunération**

A partir de 2004, le conseil d'administration et le comité des rémunérations de Vinci commencent à rencontrer certaines difficultés pour exercer une discipline efficace dans le processus décisionnel concernant la rémunération de leur dirigeant : outre la stratégie d'enracinement d'Antoine Zacharias, les décisions prises par ces deux organes sont obliquées par la présence d'un certain nombre de biais comportementaux.

#### 4.3.2.1. L'impact de l'enracinement d'Antoine Zacharias sur le processus décisionnel de sa rémunération

L'année 2004 connaît un bouleversement important concernant le processus décisionnel de la rémunération du dirigeant de Vinci. En effet, la politique de rémunération mise en place par le comité des rémunérations n'est pas appréciée par A. Zacharias. Ce dernier ne cache pas son mécontentement à chaque discussion avec les membres de ce comité.

*« Selon les trois membres du comité des rémunération de l'époque, Monsieur Antoine Zacharias aurait insisté à plusieurs reprises auprès d'eux pour obtenir le déplafonnement de sa rémunération »* (Jugement de la cour d'appel). En mai 2004, Antoine Zacharias demande aux membres du comité des rémunérations de déplafonner sa rémunération, sous risque de devoir les remplacer. Ces membres refusent cette demande et décident alors de démissionner de leurs fonctions.

*« J'ai eu avec M. Antoine Zacharias une discussion, ce dernier me disant qu'il ne comprenait pas pourquoi je lui bloquais ses salaires. Il m'a dit que, si je ne pouvais pas procéder à une augmentation, il fallait qu'il trouve quelqu'un d'autre. J'en ai parlé avec M. Minc et Faure et nous avons pris la décision de quitter le comité car nous ne voulions pas débloquer le salaire de M. Antoine Zacharias »* témoigne Serge Michel (Jugement de la cour d'appel).

Malgré leur opposition initiale, les anciens membres du comité des rémunérations, qui conservent leurs places en tant que membres du conseil d'administration, acceptent, dans ce cadre (du conseil plénier) le déplafonnement de la rémunération variable d'Antoine Zacharias.

*« ...ils ont voté la nouvelle composition de ce même comité, ils ont voté la nouvelle formule (de rémunération) et ils ont voté les conditions de départ »* a énuméré Hervé Témime, l'avocat d'Antoine Zacharias, (Agence France Presse, 26 mars 2010).

Ce changement de comportement peut être expliqué par la présence des relations d'affaires entre les anciens membres du comité des rémunérations (en particulier Alain Minc et Serge Michel) et Antoine Zacharias. Les deux citations suivantes illustrent ce point.

*« Lors de la sortie totale de la SGE (devenue Vinci) du groupe Vivendi, début 2000, il est installé un nouveau comité des rémunérations au sein du conseil composé en particulier de Serge Michel et Alain Minc. Les conflits d'intérêts sont alors évidents compte tenu des contrats liant Vinci à ces deux administrateurs (Soficot et AM Conseil), qui touchent également 1% de la transaction GTM, soit plus de 10 millions d'euros »* (Lettre rédigée par Xavier Huillard, directeur général à l'époque, publiée dans *Le Parisien*, 2 juin 2006).

*« D'après ce que j'ai compris au bout d'un certain temps c'est qu'Alain Minc avait peur et ne voulait pas se mettre mal avec Zacharias de façon à ce qu'il n'y ait pas des retours de bâtons par derrière »* (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Ces liens d'intérêts ne se limitent pas à ces deux membres. En réalité, comme le montre le Tableau 36, la plupart des administrateurs du groupe sont en relation d'affaires ou d'amitié avec Antoine Zacharias (*Libération*, 2 juin 2006).

Un tel réseau a comme conséquence de renforcer l'enracinement du dirigeant dans son entreprise. Dans le cas de Vinci, au cours de la deuxième période analysée, Antoine Zacharias peut profiter de son réseau relationnel pour mettre en œuvre une politique de rémunération servant ses intérêts personnels. En effet, les réseaux relationnels qu'il entretient avec la plupart des administrateurs lui offrent une grande latitude managériale et lui confèrent un poids significatif face à ses administrateurs.

Le changement des membres du comité de rémunération et l'entière variabilité de la rémunération en 2004 sont les conséquences directes de ce pouvoir managérial renforcé.

En effet, lors de la première réunion du nouveau comité des rémunérations, Antoine Zacharias va à la rencontre de Quentin David, le nouveau président de ce comité, pour lui dire qu'il souhaite *« que sa rémunération soit comparable à celle d'un entrepreneur et qu'elle soit dorénavant entièrement assise sur les performances de l'entreprise, ou, autrement dit, entièrement variable »* (Jugement de la cour d'appel). Cette demande concernant l'entière variabilité de la rémunération peut être expliquée par les prévisions financières et économiques du groupe, qui sont largement positives à l'époque.

*« ...il doit être souligné qu'à la date du 7 septembre 2004, les résultats financiers de la société sur l'exercice 2004 étaient prévisibles et favorables, M. Antoine Zacharias ayant annoncé, lors de la même réunion du conseil d'administration, que le carnet de commande de Vinci au 30 juin 2004, en*

*progression de 15% sur 12 mois, avait atteint un niveau historique de 13,8 milliards d'euros et que le résultat net du groupe devait connaître une nouvelle et nette amélioration. Que ce même jour, M. Antoine Zacharias avait fait le point sur l'opération d'acquisition ASF, qui représente pour le groupe une perspective d'essor exceptionnel* » (Jugement de la cour d'appel).

Ces prévisions constituent une perspective favorable pour Antoine Zacharias car, comme le signale Xavier Huillard « *il était en effet légitime d'imaginer à cette époque que les résultats du groupe continueraient à s'épanouir et que, donc, la mise en place d'un système entièrement variable risquait de conduire à des niveaux de rémunération que le monde extérieur pourrait juger comme excessifs* » (Jugement de la cour d'appel).

Malgré les réserves qui sont faites par *Towers Perrin* concernant le risque inflationniste de l'entière variabilité d'une rémunération, cette proposition est acceptée par le nouveau comité des rémunérations.

« *Ce qui est apparu comme non négociable, c'est que M. Antoine Zacharias ne voulait être payé qu'au variable. C'était une condition que nous ne pouvions pas remettre en cause* » (Témoignage de Quentin David, président du comité des rémunérations, jugement de la cour d'appel).

Il en est de même pour les membres du conseil d'administration qui décident d'entériner cette décision à l'unanimité. On peut même préciser que « *lors de leurs auditions, les administrateurs ont admis que cette décision n'avait été l'occasion d'aucun débat ni demande d'explications* » (Jugement de la cour d'appel).

Ainsi, l'enracinement d'Antoine Zacharias au sein du groupe, en raison de ses relations avec la plupart des administrateurs, lui permet de gérer son conseil d'administration et son comité des rémunérations.

« *En fait, il n'y avait aucune discussion entre ce qui était décidé par le comité de rémunération et le conseil. Le comité de rémunération disait qu'on a décidé ça, et tout le monde disait "Amen", et puis terminé. C'est comme ça que ça se passe. Parce qu'ils étaient, soit disant qualifiés pour décider et ils avaient fait le tour du problème. Et on jugeait que c'était bien, et Zacharias disait que c'était bien, donc, tout le monde disait que c'était bien. Il faut dire que le conseil d'administration à l'époque d'avant 2006, ce n'était que des copains* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

En conséquence, Antoine Zacharias atteint ses objectifs personnels et notamment une rémunération plus élevée. A cet égard, Antoine Zacharias, qui bénéficiait, en application du système de rémunération antérieur, d'une rémunération plafonnée à 2,9 millions d'euros entre

2001 et 2003, voit celle-ci être portée pour l'exercice 2004 à 3,3 millions d'euros puis à 4,2 millions d'euros en 2005. Soit une augmentation cumulée d'environ 50% entre 2003 et 2005.

Ce développement est cohérent avec *la proposition 2*. En effet, la position d'Antoine Zacharias au sein d'un réseau conduit à un relâchement de la discipline en entraînant un comportement plus complaisant de la part des membres du comité des rémunérations et en affaiblissant le rôle de contre-pouvoir du conseil d'administration.

**Tableau 36 : Nature des liens entre Antoine Zacharias et les membres du conseil d'administration**

Nom	Nature de relation	Description
Alain Dinin (Nexity)	Relation personnelle	Les deux hommes se sont connus à la Générale des Eaux. Les deux sont membres de l'automobile-club de France. Antoine Zacharias est administrateur au sein de Nexity dont le PDG n'est autre qu'Alain Dinin.
Patrick Faure (Renault F1)	Relation personnelle	« Il apprécie les tuyaux et les invitations aux prix automobiles du responsable de Renault F1, un ami et l'un des administrateurs » <sup>121</sup>
Dominique Bazy (UBS France)	Relation personnelle	Dominique Bazy est le conseiller d'Antoine Zacharias sur les montages financiers.
Henri Saint-Olive (Banque Saint-Olive)	Relation personnelle	Antoine Zacharias a confié à Henri Saint-Olive la gestion d'une partie de sa fortune.
François David (Coface)	Relation d'affaires	Plusieurs contrats réalisés entre Coface et des filiales de Vinci
Alain Minc (AM Conseil)	Relation d'affaires	AM Conseil fournit des conseils à Vinci
Serge Michel (Soficot)	Relation d'affaires	Plusieurs contrats en matière de conseil ont été signés entre Soficot et Vinci.

*Source : L'Expansion du 01 juin 2004, Libération, 2 juin 2006, jugement de la cour d'appel*

<sup>121</sup> L'Expansion du 01 juin 2004.

Les effets de l'enracinement sont renforcés par la présence de certains biais comportementaux, en particulier la soumission à l'autorité et le narcissisme. Toutefois, d'après les résultats de notre codage (Tableau 34 et 35), ces biais ont vraisemblablement une influence moins importante que celle de l'appartenance à un réseau. Par ailleurs, l'identification de ces biais n'est pas aisée dans la mesure où nous ne disposons pas de témoignages et de références documentaires en nombre suffisant pour cerner les personnalités d'Antoine Zacharias et des administrateurs dans toute leur profondeur.

#### 4.3.2.2. L'influence des biais comportementaux

En tant que président du conseil d'administration depuis 1997, Antoine Zacharias est régulièrement présent dans les réunions de ce conseil. Il a même le droit d'assister aux réunions du comité des rémunérations, malgré le fait qu'il n'en soit pas membre.

*« Ça se passe au sein d'un comité des rémunérations auquel participe le dirigeant, ce qui est un peu bizarre »* (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Cette présence est susceptible d'intimider les administrateurs, qu'ils soient indépendants ou non. En la présence de l'intéressé, il est difficile de discuter librement, voire de se prononcer en sa défaveur. Ceci est alors ressenti comme un biais de soumission à l'autorité, éprouvé par les administrateurs, comme nous le confirme la situation suivante :

*« ...à l'audience de la cour, M. Alain Minc a admis que le fonctionnement du conseil d'administration était du type gouvernemental et non parlementaire, se référant, à titre d'illustration, à la phrase de M. Chevènement, ancien ministre, 'un ministre, ça ferme sa gueule ou ça démissionne »* (Jugement de la cour d'appel).

Dans ce cadre, toutes les décisions qui concernent la rémunération d'Antoine Zacharias sont ratifiées par les membres du conseil d'administration. Ces derniers ne trouvent pas le courage ou l'intérêt de contredire leur dirigeant.

*« Tel que je les connais, ils (les administrateurs) étaient incapables de dire non à Zacharias. Ce n'était pas n'importe qui Zacharias. Il avait le pouvoir, les gens, souvent, s'inclinent devant le pouvoir... Quand il est présent, il a une certaine prestance, et il savait mener son conseil comme il avait envie de le mener »* (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Parmi les biais comportementaux qui pourraient avoir une influence sur les fonctions de gestion (initiative et mise en œuvre) de la décision exercées par le dirigeant, nous trouvons le narcissisme. Autant, le biais de soumission à l'autorité concerne les administrateurs, affaiblissant leur fonction de contrôle, autant le biais de narcissisme touche potentiellement le

dirigeant. Ce biais a été essentiellement identifié lors de notre présence au procès. Durant celui-ci, nous avons pu constater qu'Antoine Zacharias ne cessait d'employer les mots « *je* », « *mon entreprise* », « *moi* », « *j'ai* ». Ceci reflète à notre sens un trait de personnalité narcissique.

Il est vrai que lorsqu'Antoine Zacharias prend initialement les commandes de Vinci en 1997, l'entreprise ne vaut que 200 millions d'euros. Après une succession de fusions, Antoine Zacharias a largement modifié la taille et la profitabilité de Vinci, multipliant par 21 son bénéfice, et par 20 sa valeur boursière (*Le Figaro*, 24 mars 2010) (Figure 18). Grâce à ses résultats, Antoine Zacharias est classé 32<sup>ème</sup> dirigeant le plus performant au monde selon un classement établi par *L'Harvard Business Review*.<sup>122</sup>

« ...il est décrit comme un manager d'exception, ayant en particulier mené avec succès, entre autres opérations, les acquisitions des sociétés GTM et ASF, lesquelles ont permis au groupe de connaître une expansion rapide et remarquable » (Jugement de la cour d'appel).

**Figure 18 : Le parcours boursier de Vinci sous l'ère Zacharias**



Source : *Les Echos* (2 juin 2006).

<sup>122</sup>Selon un classement réalisé par *Harvard Business Review* (29 décembre 2009) concernant la performance réalisée par 1999 dirigeants d'entreprises cotées. Les critères retenus par la revue sont en effet le taux de rentabilité de l'action et les performances financières de chaque entreprise. <http://hbr.org/web/extras/100ceos/32-zacharias>

Toutefois, ce succès a vraisemblablement des conséquences sur le comportement de Zacharias, par un effet de *feedback*. Selon Patrick Faure, l'ancien membre du comité de rémunération, Antoine Zacharias devient « *difficile et autocratique* » (Jugement de la cour d'appel). En outre, depuis le rachat de GTM par le groupe en 2000, le visage d'Antoine Zacharias se retrouve assimilé à celui de l'entreprise toute entière.

« *...le vrai patron de Vinci c'était Zacharias. C'était lui qui a fait Vinci, dans la tête de tous, Vinci était Zacharias* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Un mouvement d'auto-attribution (du succès) et une tendance au narcissisme sont susceptibles de se renforcer mutuellement, puisque la réussite collective de l'entreprise est confondue avec celle, personnelle, du dirigeant (*L'Express*, 21 mars 2007). Selon Haublod (2006), le narcissisme est un miroir à double face : d'un côté, il y a le narcissisme positif et de l'autre le narcissisme négatif. Le narcissisme positif correspond à l'estime de soi qui est essentiel à la construction de l'identité. Le narcissisme négatif est une admiration exagérée de soi qui se traduit par une perte de contact avec la réalité. L'exemple d'Antoine Zacharias peut illustrer les deux types du narcissisme (Haublod, 2007). Certes, les mérites de Zacharias sont incontestables. Après une succession de fusions menées de « *main de maître* », Vinci occupe aujourd'hui le rang de numéro 1 mondial du BTP (Ammar, 2007). Mais par la suite, s'attribuant le mérite exclusif de la réussite de l'entreprise, Zacharias passe « de l'autre côté du miroir » en demandant des salaires en décalage avec la réalité (Haublod, 2007), dans la mesure où leurs fondements économiques sont difficilement défendables. Dans ce cadre, nous pouvons citer l'entière variabilité de la rémunération et la prime de 8 millions d'euros suite au rachat des ASF.

Concernant la première, le responsable de *Towers Perrin* précise :

- « *qu'aucun président du CAC 40 n'avait de rémunération entièrement à risque,*
- *que l'entière variabilité pouvait créer des controverses au sein des actionnaires en cas d'envolée de la rémunération et qu'il fallait donc garder une part fixe et restructurer la part variable pour neutraliser le risque inflationniste,*
- *que viabiliser entièrement la rémunération du président comme proposé, pourrait plaire à certains actionnaires, en particulier si la performance annuelle est mauvaise, mais il n'est pas certain que ces mêmes actionnaires apprécient que la rémunération du président s'envole en cas de performance excellente. Les explicitations à fournir lors des assemblées générales risquent d'être fastidieuses et de soulever de nombreuses questions voire des controverses,*

- pour cinq des sept **critères** toute amélioration entraînera une augmentation de la rémunération, alors que la communauté financière peut trouver que **certaines améliorations ne sont absolument pas synonymes de bonne performance.**» (Jugement de la cour d'appel,).

Pour la prime de 8 millions d'euros, Xavier Huillard estime « que l'attribution d'une telle somme, venant après ce qu'il avait déjà touché, était mauvaise pour son image et celle de Vinci » (Jugement de la cour d'appel).

En effet, pour Zacharias, les montants qu'il a reçus, même s'ils sont considérés élevés, sont l'effet d'une réputation d'un dirigeant extraordinaire (*Les Echos*, 24 avril 2006). Les deux citations qui suivent illustrent parfaitement ce point.

« Il faut savoir que si les coins de rue sont éclairés, c'est en partie grâce à mon salaire » (interview réalisée avec Antoine Zacharias, *L'Expansion* du 31 mai 2006).

« Si je peux être gêné par la proportion des options qui me sont attribuées par rapport à l'ensemble des collaborateurs, la proportion relative entre le management et moi-même ne me gêne pas, parce que sans exagérer et sans être présomptueux, on ne pourra pas dire que ce n'est pas moi qui ai voulu imaginé et construit Vinci » (Jugement de la cour d'appel).

Notons aussi que certains administrateurs ont toujours accepté ces arguments et ont donné le mérite à leur dirigeant.

« Il a fait en cinq ans ce que d'autres ont accompli en vingt-cinq ou 30 ans. Il était normal de lui octroyer un rattrapage de salaire » (Alain Minc dans *L'Expansion* du 31 mai 2006).

Notons, enfin, que les administrateurs n'avaient pas nécessairement une connaissance précise du fonctionnement des stock-options, comme en témoigne la citation suivante.

« C'était gratuit. Ça ne coûtait rien à la boîte ! Ça c'était reçu. C'était une façon de rémunérer les gens sans que ça ne coûte à la boîte » (Entretien avec Denis Vernoux).

Cette citation indique que les administrateurs souffrent potentiellement d'une heuristique « bornée », biais lié à un raccourci mental qui fait abstraction de la complexité d'une situation. En effet, supposer que les stock-options sont une forme de rémunération gratuite, qui n'aurait aucune incidence sur le résultat de l'entreprise, représente une déviation de la rationalité économique standard.

Toutefois, nous devons être prudents dans l'affirmation de ce biais pour les administrateurs dans la mesure où nous ne disposons pas de l'ensemble des points de vue.

Mais d'une manière générale, nous pouvons constater, à travers le cas Vinci, que la présence d'un certain nombre de biais cognitifs (Tableau 37), du dirigeant et des administrateurs, peut avoir une influence sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, ce qui est en cohérence avec les *propositions 5a*<sup>123</sup> et *5b*<sup>124</sup>.

**Tableau 37: Synthèse des principaux biais cognitifs repérés**

Biais	Définition	Exemple
<b>Soumission à l'autorité</b>	Une modification du comportement à travers lequel une personne répond par la soumission à un ordre qui lui vient d'une autorité légitime	« <i>Tel que je les connais, ils étaient incapables de dire non à Zacharias. Ce n'était pas n'importe qui Zacharias. Il avait le <u>pouvoir</u> ; les gens, souvent, <u>s'inclinent devant le pouvoir</u> » (Entretien avec Denis Vernoux).</i>
<b>Narcissisme</b>	L'amour que porte le sujet à lui-même pris comme objet	« <i>Si je peux être gêné par la proportion des options qui me sont attribués par rapport à l'ensemble des collaborateurs, la proportion relative entre le management et <u>moi-même</u> ne me gêne pas, parce que sans exagérer et sans être présomptueux, <u>on ne pourra pas dire que ce n'est pas moi</u> qui ai voulu imaginé et construit Vinci » (Jugement de la cour d'appel).</i>
<b>Heuristique « bornée »</b>	Prendre des décisions un peu à la légère, en prenant en considération un nombre insuffisant de critères	« <i>Oui, <u>c'était (les stock-options) gratuit avant. Ça ne coûtait rien à la boîte</u> ! Ça c'était l'idée, c'était l'idée reçue. C'était une façon de rémunérer les gens sans que ça ne coûte à la boîte. Pareil, les raisonnements avec mon DRH qui me dit, moi je veux de l'intéressement, parce que je ne paye pas de charges dessus » (Entretien avec Denis Vernoux).</i>

<sup>123</sup> Cette proposition stipule que les biais cognitifs qui affectent les acteurs intervenant dans les instances de gouvernance peuvent influencer leur rôle dans la fixation de la rémunération des dirigeants.

<sup>124</sup> D'après cette proposition, le comportement narcissique de certains dirigeants peut atténuer les capacités d'initiative du comité des rémunérations et de contrôle du conseil d'administration.

### **4.3.3. Le processus décisionnel de rémunération des dirigeants dans une approche partenariale.**

Jusqu'à présent, A. Zacharias est l'artisan de sa propre rémunération. En effet, les administrateurs, par les liens qu'ils ont développés avec A. Zacharias et par la soumission à l'autorité à ce dernier, n'ont pu remplir leur rôle de contre-pouvoir dans la fixation de la rémunération de leur dirigeant. En outre, le comportement narcissique d'A. Zacharias limite l'initiative du comité des rémunérations et le contrôle du conseil d'administration. Ce comportement perdure jusqu'au rachat des ASF. Suite à ce succès, Antoine Zacharias réclame une prime de 8 millions, qui aurait vraisemblablement été acceptée par le conseil d'administration sans le refus de Xavier Huillard.

La tendance du dirigeant à atteindre ses intérêts personnels engendre des coûts d'agence et entraîne une destruction de la valeur partenariale. Xavier Huillard, manager salarié qui est placé au centre du *nœud de contrats* (Wirtz, 2008a), juge cette prime excessive et refuse qu'elle soit attribuée au dirigeant historique. Antoine Zacharias tente alors de mettre fin à la fonction de Xavier Huillard, et ainsi obtenir gain de cause.

*« Je réalise avoir été le paravent honnête d'un homme qui a progressivement entrepris de s'enrichir au-delà de toute raison sur le dos de Vinci...On veut aujourd'hui m'éliminer parce que je veux m'opposer à la déstabilisation du groupe...M. Zacharias a une volonté manifeste de m'éliminer...M. Zacharias n'est plus mû que par l'argent »* (Extrait de la lettre rédigée par Xavier Huillard publiée dans *Le Parisien* du 2 juin 2006).

Xavier Huillard, sachant son licenciement imminent, joue le tout pour le tout, en envoyant une lettre explicative à tous les administrateurs, mais également à la presse *via* le journal *le Parisien*.

*« Xavier Huillard se disait que c'est la dernière chose que je peux faire. C'était plutôt un acte de désespoir qu'un acte constructif. C'était fait comme ça, puisque tout est perdu »* (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

La publication de cette lettre déclenche le débat public sur l'affaire qui s'achève par le refus de la prime et la démission forcée d'Antoine Zacharias qui perd à cette occasion le bénéfice de l'ensemble de ses stock-options (*Le Figaro* du 14 juin 2006).

Cette polémique permet d'identifier trois mécanismes qui ont permis de renforcer le rôle disciplinaire du conseil d'administration dans sa fonction de contrôle de la décision. Tout d'abord, on trouve la surveillance mutuelle, qui est classée par Charreaux (1997a) comme

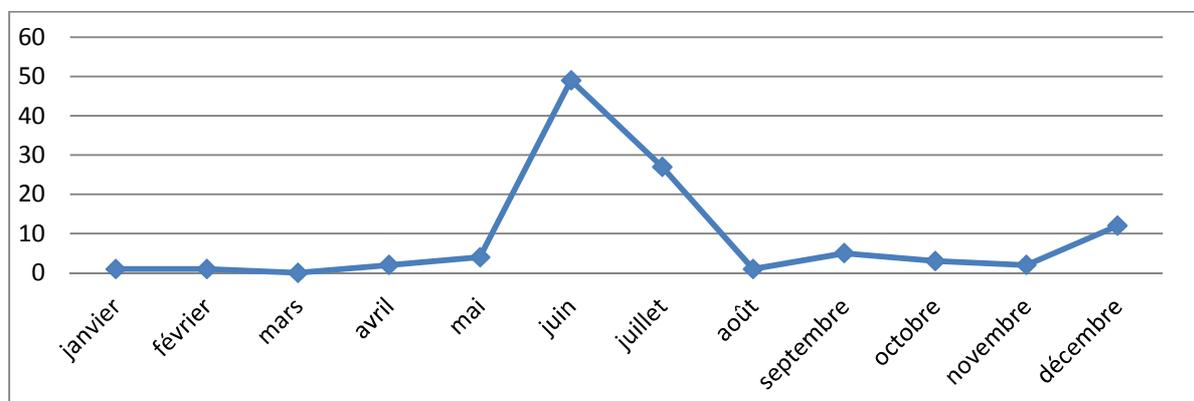
mécanisme spécifique et spontané. C'est la capacité d'un dirigeant d'observer les comportements des dirigeants situés à des niveaux inférieurs de l'échelle hiérarchique. Ce mécanisme peut agir également dans le sens contraire. En effet, les dirigeants de niveaux supérieurs peuvent être la cible de la surveillance des dirigeants inférieurs. Ces derniers peuvent dénoncer la négligence ou l'incompétence des dirigeants afin de s'attirer les faveurs des actionnaires ou des autres parties prenantes (Ebondo Wa Mandzila, 2006). Dans ce cadre, en surveillant le comportement d'Antoine Zacharias, Xavier Huillard informe le conseil d'administration sur les dérives du patron historique du groupe. La lettre a un impact significatif auprès de nombreux administrateurs. Beaucoup comprennent que cette affaire va conduire « à un grand déballage dont les effets sur l'opinion risquent d'être ravageurs et qu'il faut au plus vite trouver une solution » (Maudit, 2007, p. 80). Ainsi informé du conflit d'intérêts, impliquant une appropriation injustifiée de la valeur créée (Wirtz, 2008a), le conseil d'administration décide en faveur de Xavier Huillard et oblige Antoine Zacharias à démissionner.

*« Que, réuni le 1<sup>er</sup> juin suivant par M. Antoine Zacharias, le conseil d'administration a refusé de révoquer M. Xavier Huillard, provoquant la démission du président » (Jugement de la cour d'appel)*

D'autre part, la presse fait partie des mécanismes ayant pu jouer un certain rôle dans cette affaire. En effet, depuis la publication par *Le Parisien* de la lettre envoyée par Xavier Huillard aux administrateurs, les articles se sont multipliés (Figure 19). Avec des titres, pour certains, très accrocheurs (Tableau 38), ces articles fournissent des informations concernant les montants excessifs accordés à Antoine Zacharias.

L'attention médiatique a eu un impact non négligeable sur la réputation d'Antoine Zacharias aux yeux des actionnaires et des salariés, voire de l'opinion publique plus largement et, donc, des catégories de parties prenantes multiples.

**Figure 17 : Evolution du nombre d'articles sur la rémunération d'Antoine Zacharias en juin 2006**



Source : Factiva

**Tableau 38 : Titres de principaux journaux sur l'affaire Zacharias**

Titre	Source
« Monsieur 250 Millions d'euros »	Le Nouvel Observateur du 8 juin 2006
« Trop...c'est Trop »	La vie Financière du 9 juin 2006
« Zacharias : une rémunération qui donne le vertige »	Le Figaro du 3 juin 2006
« Vinci la chute d'un PDG cousu d'or »	Le Nouvel Observateur du 8 juin 2006

Les salariés sont choqués par la rémunération de leur patron, et en particulier les plus-values sur les stock-options et les indemnités de départ.

« Les salariés du groupe Vinci ont encore du mal à y croire : Aujourd'hui, le sentiment qui prédomine, c'est l'écœurement », assure Jacques Vallet, le représentant CGT du groupe. Son salaire annuel correspondait à 7000 Smic annuels, et il part avec une pension de 5 millions d'euros par an à vie. Dans le même temps, les rémunérations des salariés ont augmenté en moyenne entre 0,5 % et 3 % » (Le Parisien du 3 juin 2006).

Cette couverture médiatique a également une influence sur l'image d'A. Zacharias aux yeux de la société au sens large. Dans ce contexte, Laurence Parisot, la présidente du Medef, et

Claude Bébéar, « *le parrain du capitalisme français* », expriment leur indignation par rapport aux montants attribués à A. Zacharias (*La Tribune* du 5 juin 2006). Notons que Claude Bébéar use de toute son influence auprès des administrateurs pour préserver l'image de la Place de Paris de tout scandale (*La Tribune* du 15 juin 2006).

« Il (Dominique Bazy)<sup>125</sup> a reçu un appel téléphonique du « parrain » de la place, Claude Bébéar, l'ancien patron d'Axa lui conseillant de ne pas fléchir face à Antoine Zacharias. Le même Claude Bébéar a par ailleurs téléphoné à la présidente du Medef, Laurence Parisot, et au président de l'Association française des entreprises privées (AFEP), Bertrand Collomb, pour leur faire la même recommandation » (Mauduit, 2007, p.83-84).

Ainsi, cette affaire se solde par le refus du conseil d'administration d'attribuer la prime et par le départ d'Antoine Zacharias. Donc, conformément à *la proposition 3*, les médias, à travers deux leviers disciplinaires (l'information et la réputation) ont pu agir en tant que « *chien de garde* » (Karen, 2013), en alertant l'opinion publique sur les décisions prises en matière de rémunération des dirigeants.

Enfin, l'action judiciaire entre également en scène dans cette affaire pour résoudre les conflits qui résultent de la mise en place d'un régime de rémunération jugé excessif. Concrètement, l'action judiciaire intervient dans deux périodes différentes. La première intervention a lieu en mai 2006. Xavier Huillard, dont le sort semble scellé, envoie une lettre à tous les administrateurs du groupe. Dans cette lettre, il menace le conseil d'administration de dénoncer sa complaisance à l'égard des pratiques d'Antoine Zacharias (*Le Parisien* du 2 juin 2006).

« *Les mobiles de ma révocation sont indignes... La responsabilité de chacun des membres du conseil d'administration est, selon ses votes, susceptible d'être engagée* » (Extrait de lettre envoyée par Xavier Huillard aux administrateurs du groupe).

Cette menace est dissuasive, puisque la prise en considération par certains administrateurs des effets négatifs qui découleraient d'un recours judiciaire, amène ces administrateurs à réassumer un rôle disciplinaire. Les deux citations suivantes reflètent parfaitement ce point.

« *Effrayés par d'éventuelles poursuites judiciaires et soucieux de ne pas voir un nouveau scandale sur la rémunération des patrons éclabousser la place de Paris, quelques administrateurs, notamment les représentants des banques, tournent casques. Par neuf voix contre sept, le conseil refuse la révocation de Xavier Huillard. C'est la défaite plus qu'inattendue, d'Antoine Zacharias, qui quitte la salle, pâle*

---

<sup>125</sup> Membre du conseil d'administration.

*et défait. Il risque de se priver, du même coup, de la fortune qui l'attend : les stock-options sont attribués en cas de révocation, pas de démission » (Coignard, 2009, p.17).*

*« A l'arrivée, neuf membres du conseil d'administration de Vinci ont préféré se ranger aux arguments de Xavier Huillard. S'ils ne l'avaient pas fait, l'affaire menaçait de dérapier sur un front judiciaire. L'avocat du directeur général, Me Jean-Pierre Versini-Campinchi, s'apprêtait à rédiger une série de plaintes. Hier soir, il n'en était plus question. » (Le Parisien du 2 juin).*

La deuxième intervention de l'action judiciaire, quant à elle, a lieu en juin 2006, juste après le départ d'A. Zacharias. En effet, deux actionnaires décident de porter plainte contre A. Zacharias pour abus de biens sociaux.

*« Cette plainte dénonçait les conditions d'octroi des rémunérations, primes et retraites de M. Antoine Zacharias en estimant que leur montant excessif et disproportionné constituait le délit d'abus de biens sociaux en ce qu'il portait préjudice inévitablement à la société et en ce que leur calcul n'avait pas fait l'objet d'une autorisation préalable du conseil d'administration » (Jugement de la cour d'appel).*

Suite à ces deux plaintes, le parquet de Nanterre charge la brigade financière de diligenter une enquête sur les conditions d'octroi, par le conseil d'administration de Vinci, des éléments de rémunération et des indemnités versées à A. Zacharias (*Le Parisien* du 11 janvier 2010).

*« Il y a eu des enquêtes, ici il y a eu la brigade financière, on contrôlait toutes les dépenses de Zacharias, tout a été contrôlé là-haut. On a donné les comptes rendus de conseils, les trucs, tout à droite et gauche. » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).*

Suite à cette enquête, A. Zacharias est mis en examen pour abus de biens sociaux et son procès est fixé pour les 25 et 26 mars 2010 devant le tribunal de Nanterre (*Les Echos* du 11 janvier 2010). Comme pour les affaires semblables, il est difficile de prouver le délit d'abus de biens sociaux. Généralement, la qualification de ce délit n'est retenue que dans le cas où la société serait en difficulté (Tandeau de Marsac, 2011). Comme Vinci est en pleine expansion, le tribunal correctionnel de Nanterre le déclare non coupable d'abus de biens sociaux (*Les Echos* du 27 mars 2010). Rapidement, le parquet de Nanterre décide d'interjeter l'appel du jugement et orienter les poursuites sur un nouveau fondement, celui de l'abus de pouvoirs (La Tribune du 27 mars 2010).

*« A l'appui de son appel, le parquet de Nanterre sollicite, dans une note écrite, la reformulation du jugement entrepris et requiert que M. Antoine Zacharias soit déclaré coupable en estimant qu'il convient de déduire de l'enquête et des éléments de la procédure que les conditions dans lesquelles le prévenu a obtenu la modification de la formule de calcul de sa rémunération sont constitutives d'un*

*abus de pouvoirs, dont les conséquences caractérisent le délit d'objet de la prévention* » (Jugement de la cour d'appel).

Selon l'article 242-6 du Code du Commerce, l'abus de pouvoirs est défini comme « *le fait pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme de faire, de mauvaise foi, des pouvoirs qu'ils possèdent ou des voix dont ils disposent, en cette qualité, un usage qu'ils savent contraire aux intérêts de la société, à des fins personnels ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement* ».

Ainsi, Antoine Zacharias, est condamné à payer 375.000 euros d'amende, la peine pécuniaire maximale prévue pour « *abus de pouvoir* », puisqu'il avait procédé à l'éviction en mai 2004 de trois membres du comité de rémunération qui s'opposaient alors au dé plafonnement de son salaire. Le cas Vinci nous permet donc d'apprécier la plausibilité de la *proposition 4*<sup>126</sup> selon laquelle l'action judiciaire peut être poussée à agir pour faciliter la phase de surveillance à travers ces deux fonctions : dissuasive (la crainte de certains administrateurs des conséquences des poursuites judiciaires) et réparatrice (l'ordonnance d'injonction de payer l'amende de 375.000 euros).

Notons, enfin, que cette affaire est ensuite à l'origine de plusieurs initiatives visant à encadrer la rémunération des dirigeants en France, plus largement. On observe donc un effet de rétroaction des mécanismes de gouvernance spécifiques à l'œuvre dans le cas Vinci sur les mécanismes non spécifiques du système national de gouvernance, ce qui démontre la nature dynamique et systémique de l'interaction entre politique de rémunération des dirigeants et gouvernance d'entreprise. En effet, plusieurs propositions de lois et amendements ont été faites par les autorités régulatrices ces dernières années, en citant souvent comme référence les rémunérations attribuées à Antoine Zacharias (Tableau 39).

---

<sup>126</sup> En raison de son rôle réparateur et dissuasif, le recours judiciaire est poussé à intervenir pour faciliter la phase de surveillance

**Tableau 39 : Exemple de quelques initiatives concernant la rémunération des dirigeants**  
**suite à de l'affaire Vinci**

<b>Initiative</b>	<b>Date</b>	<b>Citation</b>
Proposition de loi visant à interdire les excès du capitalisme financier et à donner de nouveaux pouvoirs aux salariés	1 avril 2009	« Par ce mécanisme, <b><u>Antoine Zacharias (Vinci)</u></b> a vu son gain potentiel sur les options d'achat attribuées entre le 31 décembre 2001 et le 2 mai 2006 passer de 2,6 millions à 173 millions d'euros. » (Audition de la commission des lois de l'assemblée nationale du 1 avril 2009)
Proposition de loi visant à encadrer les rémunérations des dirigeants d'entreprises.	8 avril 2009	« Ces scandales ne sont pas les premiers. On se souvient des 5,3 millions d'euros perçus en 2005 par Serge Weinberg, président de PPR, des 5,6 millions d'euros perçus en 2006 par Serge Tchuruk, président d'Alcatel et de madame, des 6 millions d'euros alloués en 2006 à Noël Forgeard, président exécutif d'EADS, des 9 millions d'euros dont avait bénéficié en 2005, Daniel Bernard, PDG de Carrefour, sans compter bien sûr les 13 millions servis en 2006 à <b><u>Antoine Zacharias, président de Vinci</u></b> » (Audition de la commission des lois de l'assemblée nationale du 8 avril 2009)
Amendement prévoyant de limiter les indemnités de départ des dirigeants	29 mai 2010	« L'indemnité de départ d'un dirigeant de société ne peut être excessive. Thierry Morin devrait quitter Valeo avec 3,2 millions d'euros alors que l'équipementier automobile est en difficulté. Serge Tchuruk aurait perçu 5,7 millions d'euros de parachute doré en quittant Alcatel, Noël Forgeard devait percevoir 2,5 millions d'euros à son départ de EADS, et <b><u>Antoine Zacharias</u></b> a reçu 13 millions d'euros à son départ de Vinci » (Audition à l'assemblée nationale du 29 mai 2010).

Source : site internet Assemblée Nationale

Ceci démontre à l'évidence l'existence d'un processus d'interaction complexe entre des mécanismes de gouvernance intervenant à différents niveaux. Ici c'est le processus législatif et à travers lui le droit, mécanisme de gouvernance intentionnel et non spécifique (Charreaux, 1997a), qui se trouve impacté par effet de ricochet. L'affaire est donc perçue comme un enjeu sociétal, et des parties prenantes autres que ceux directement concernés par l'affaire Vinci se sentent manifestement concernés et pèsent sur l'évolution du cadre légal.

## **5. CONCLUSION**

Adoptant le cadre d'une gouvernance élargie, nous avons examiné le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans une étude de cas approfondie. Ce processus peut être caractérisé par l'intervention de plusieurs acteurs et mécanismes qui agissent à différents moments du processus et en fonction d'une logique dominante, susceptible de changer par étapes.

Le cas particulier de Vinci a permis de fournir une illustration concrète du processus avec ses différents acteurs et mécanismes. En effet, entre 2000 et 2004, ce sont le comité des rémunérations et le conseil d'administration qui jouent le principal rôle dans ce processus. Le premier, qui est assisté par un cabinet spécialisé, intervient dans la phase d'initiative. Quant au conseil d'administration plénier, son rôle se limite à ratifier et à contrôler les décisions. Cette intervention, s'inscrit dans une approche disciplinaire, selon laquelle le conseil agit comme un contre-pouvoir au dirigeant pour lui imposer une certaine discipline financière, conformément aux explications de la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983).

A partir de 2004, les administrateurs des deux organes tendent, au contraire, à agir comme les membres d'une chambre d'enregistrement des décisions initialement prises par le dirigeant lui-même. En effet, l'enracinement de ce dernier, en raison de son appartenance à un réseau relationnel, lui permet de gérer le comité des rémunérations et le conseil d'administration conformément à ses intérêts, notamment une rémunération plus élevée. Ce pouvoir est renforcé par la présence de certains biais comportementaux, tels que la soumission à l'autorité par les administrateurs et le narcissisme du dirigeant. Ce type de fonctionnement de détermination des rémunérations se maintient jusqu'en 2006. A partir de cette année, le processus décisionnel concernant la rémunération des dirigeants de Vinci est marqué par l'intervention d'autres mécanismes (surveillance mutuelle, médias, tribunaux,...). Ces mécanismes interviennent essentiellement pour renforcer le rôle du conseil d'administration dans la surveillance des décisions prises par le comité des rémunérations, afin de protéger les

intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (salariés, opinion publique, actionnaires minoritaires,...).

Cette étude nous permet également de mieux comprendre les ressorts des énigmes posées par les résultats des deux premiers articles. L'un des énigmes concerne le constat d'une sensibilité à la performance relativement plus élevée des rémunérations des dirigeants que dans les études américaines précédentes. Cela pourrait laisser penser à un alignement relativement important du comportement managérial avec l'intérêt des actionnaires grâce à une gouvernance d'essence disciplinaire. Or, le deuxième essai montre l'absence de liens entre les mécanismes de gouvernance traditionnellement reconnus comme disciplinaires et la sensibilité de la rémunération. Dans le cas Vinci, nous observons, précisément, une politique de rémunération qui augmente la sensibilité de la rémunération lorsque la discipline de la gouvernance s'affaiblit. Nous constatons en effet que la sensibilité de la rémunération à une hausse de la performance n'est pas due à l'action des mécanismes de gouvernance qui agiraient sur un mode disciplinaire (2000-2004), mais au contraire à l'initiative d'un dirigeant enraciné (en raison de son réseau relationnel) et narcissique (période 2004-2006). Ainsi, la sensibilité de la rémunération à la performance peut être réinterprétée, non pas comme un mécanisme incitatif et disciplinaire, mais comme un moyen d'appropriation de rentes, d'autant plus que le dirigeant agit dans un environnement où la forte hausse des performances est largement anticipée et le résultat d'actions passées (et non pas le résultat précaire du comportement managérial à venir). Nous constatons qu'outre les liens d'intérêt entre le dirigeant et les administrateurs, le sentiment de soumission à l'autorité affaiblit considérablement le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration et du comité des rémunérations, faisant de la politique de rémunération un outil d'appropriation de rentes plutôt qu'un mécanisme incitatif, comme le voudrait l'approche juridico-financière de la gouvernance.

Cependant, cette recherche présente un certain nombre de limites. Tout d'abord, le champ temporel d'investigation n'est pas assez long pour permettre de cerner avec clarté les différents mécanismes pouvant intervenir dans le processus de fixation des rémunérations des dirigeants. Ensuite, le choix d'un cas unique peut faire courir le risque de générer des connaissances idiosyncrasiques nuisant à la validité externe. Enfin, l'unique entretien réalisé directement avec un administrateur du groupe contient une part de subjectivité, ce qui peut être source de biais d'interprétation. Il convient néanmoins de souligner que le principal support empirique de cette étude est le jugement de la cour d'appel, qui contient la

retranscription des débats contradictoires des différentes parties prenantes qui témoignent sous serment.

A partir de ces limites, une piste de recherche peut être avancée. Il serait envisageable d'étendre la recherche à d'autres entreprises, de contexte différent. Cela offrirait la possibilité de réaliser des comparaisons et de voir si le processus décisionnel de rémunération des dirigeants serait le même en fonction de ces différents contextes. Ce serait aussi l'occasion d'identifier d'autres mécanismes de gouvernance pouvant avoir une influence sur la fixation de rémunération des dirigeants.

**Figure 20 : Trajectoire temporelle du processus décisionnel de la rémunération du dirigeant chez Vinci**

Période	2000-2004		2004-2006		2006-2010	
Etape du processus	Gestion de la décision	Contrôle de la décision	Gestion de la décision	Contrôle de la décision	Gestion de la décision	Contrôle de la décision
Acteurs	Actionnaires		Dirigeant		Parties prenantes	
Mécanismes	Comité des rémunérations, consultants	Conseil d'administration	L'appartenance du dirigeant à un réseau relationnel et la présence de certains biais comportementaux ont atténué le rôle disciplinaire de différents mécanismes de gouvernance.		Comité des rémunérations	Conseil d'administration, surveillance mutuelle, média, action judiciaire
Logique	Disciplinaire		Enrichissement du dirigeant		Disciplinaire	
Théorie	Théorie de l'agence		Théorie de l'enracinement et théorie comportementale		Théorie de l'agence	

## Conclusion Générale

Ce travail est consacré à l'étude du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants en France. Il est vrai que durant ces dernières années, les recherches sur la rémunération des dirigeants se sont multipliées et que la plupart se sont focalisées sur le lien entre rémunération et performance ou sur le rôle de certains mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération. Toutefois, peu de travaux se sont réellement penchés sur le déroulement du processus de fixation des salaires des dirigeants, et cette thèse apporte une contribution à une meilleure compréhension de ce processus dans sa dimension systémique.

L'objectif de ce travail a été de cerner les différents acteurs et mécanismes qui pourraient avoir la capacité de fixer la rémunération des dirigeants ainsi que la logique avec laquelle les décisions sont prises. Pour répondre à cette problématique, nous avons retenu une démarche en trois articles dans lesquels nous définissons une question de recherche pour chacun.

Dans cette conclusion, nous reprenons les principaux enseignements de ce travail. Tout d'abord, nous rappellerons les principaux résultats de la thèse. Ensuite, nous soulignerons les contributions théoriques et managériales apportées par cette étude, ainsi que ses limites. Enfin, nous dégagerons les perspectives de recherche futures que cette thèse pourra ouvrir.

- **Principaux résultats de la thèse**

Dans **le premier essai**, nous avons proposé de mettre en évidence le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises françaises. En se référant à la théorie de l'agence, la rémunération des dirigeants est considérée comme un mécanisme de gouvernance ayant pour rôle de résoudre les conflits d'intérêts afin d'améliorer la performance de l'entreprise. Pour estimer la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance, nous avons utilisé le modèle de Jensen et Murphy (1990). Cette réplique nous permet de comparer deux contextes institutionnels différents : le contexte américain, où la grande firme cotée à l'actionnariat dispersé domine (La Porta *et al.*, 1999 ; Roe, 2001) et le contexte français, où l'actionnariat est très concentré (Faccio et Lang, 2002). Dans le cadre de cette thèse, nous avons retenu l'hypothèse politique de Roe (2000, 2001). Pour ce dernier, c'est la prédominance de l'idéologie libérale qui aurait permis l'émergence de la firme managériale aux Etats-Unis, l'ensemble des mécanismes d'incitation et de contrôle étant articulés autour de la sauvegarde de l'intérêt des actionnaires dans ce cas. En effet, selon Roe, dans les social- démocraties, qui s'opposent à l'approche politique à prédominance libérale, les coûts d'agence seraient plus élevés et les mécanismes qui permettent de les contrôler (un

conseil d'administration actif et indépendant, un système de rémunération incitatif,...) seraient difficiles à mettre en place. Roe classe les Etats-Unis parmi les pays d'essence libérale et la France parmi les social-démocraties. On devrait donc s'attendre à ce que les rémunérations des dirigeants, dans la mesure où il s'agit d'un mécanisme d'incitation, affichent une plus forte sensibilité à la performance actionnariale aux Etats-Unis qu'en France. Or, les résultats de nos observations empiriques révèlent trois principales conclusions. Premièrement, la rémunération des dirigeants des sociétés françaises est positivement liée à la performance de l'entreprise. Deuxièmement, et contrairement aux explications politiques de Roe (2001), la rémunération globale des dirigeants en France affiche une sensibilité à la performance plus importante que dans les entreprises américaines, telle que constatée par Jensen et Murphy. Troisièmement, la sensibilité des stock-options à la richesse des actionnaires a connu un certain affaiblissement ces dernières années. Ceci pourrait être expliqué par le renforcement de la régulation en matière de rémunération des dirigeants (lois, codes de *bonnes pratiques*).

**Le deuxième article** avait comme objectif d'examiner, en France, l'impact de certains mécanismes de gouvernance (conseil d'administration, comité des rémunérations, structure de propriété) sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance. Toujours en se référant à la théorie de l'agence, la présence de ces mécanismes devrait limiter la possibilité pour les dirigeants d'avoir une rémunération supérieure à celle qui serait justifiée par la performance réalisée. Toutefois, les résultats obtenus sont contraires à nos attentes. En effet, notre étude démontre que la présence d'un pourcentage important de membres indépendants dans le conseil d'administration n'a pas d'incidence significative sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Il en est de même pour la structure du conseil d'administration. Qu'il soit moniste, moniste avec séparation des fonctions ou dualiste, le conseil d'administration n'a pas d'impact significatif sur la sensibilité de la rémunération à la performance sur la période étudiée. Concernant le comité des rémunérations, la présence de cet organe ainsi que sa composition n'exercent pas non plus d'influence sur le lien entre rémunération et performance. Un tel résultat confirme la conclusion de Pochet et Yeo (2004), selon laquelle les membres indépendants de ce comité de rémunération sont plutôt nommés pour satisfaire de manière formelle aux exigences des codes de *bonne pratique de gouvernance*. Quant à la structure de propriété, les résultats montrent également que ni la concentration du capital ni la nature des actionnaires n'ont d'incidence significative sur la politique de rémunération des dirigeants.

A l'issu de ces deux articles, qui s'inscrivent dans une perspective actionnariale d'essence disciplinaire, nous avons constaté que les résultats des différentes études empiriques sont la plupart du temps non concluants. Ce manque de robustesse peut être expliqué par le fait que ces travaux supposent implicitement que le lien de la rémunération des dirigeants avec la performance de l'entreprise ou avec les mécanismes de gouvernance est statique. Or, en réalité, ces deux liens sont plutôt dynamiques et dépendent du dispositif (lui-même soumis à des évolutions dynamiques), qui encadre la prise de décision en matière de politique de rémunération. Ainsi, pour mieux comprendre les enjeux du débat sur la rémunération des dirigeants, nous pensons qu'il est intéressant de mettre l'accent sur le processus conduisant à la définition et à la mise en œuvre de la politique de rémunération des dirigeants des entreprises cotées.

C'est dans cet objectif, que nous avons souhaité étudier, au sein du **troisième essai**, le processus de détermination de la rémunération d'un dirigeant, tel qu'il se déroule réellement, avec ses acteurs et ses mécanismes. Pour l'étude de ce processus, nous avons choisi le modèle théorique qui nous paraissait le plus adapté pour avoir une représentation systémique la plus riche possible : le modèle de la gouvernance élargie de Charreaux (2008a). Il s'agit d'un méta-modèle de la gouvernance qui prend en compte le lien entre les systèmes de gouvernance, faisant intervenir des acteurs et des mécanismes multiples, et l'espace discrétionnaire des dirigeants. En effet, ce méta-modèle intègre à la fois les différents courants de la gouvernance (disciplinaire, cognitive et comportementale) et la théorie des échelons supérieurs (Hambrick et Mason, 1984). Ce modèle a pour principal avantage de ne pas être axé sur un seul levier d'action mais les intègre tous, et considère par ailleurs le dirigeant comme un acteur qui interagit de façon dynamique avec le système de gouvernance et ses protagonistes (Wirtz, 2008b). Le cadre conceptuel de cet article a fait l'objet d'une analyse qualitative à travers une étude de cas du groupe Vinci pour la période 2000-2011. Les résultats de cette étude montrent que le processus de fixation de la rémunération du dirigeant dans ce groupe a parcouru trois étapes, chacune d'entre elles étant caractérisée par un mode de fonctionnement particulier du système de gouvernance. Tout d'abord, durant la période de 2000 à 2004, le processus de détermination de la politique de rémunération est caractérisé par une approche disciplinaire. En effet, le comité des rémunérations se charge de la fonction de gestion de la décision en la matière. Il est assisté dans cette mission par un cabinet spécialisé. Concernant la fonction de contrôle de la décision, elle est exercée par le conseil d'administration. Ensuite, malgré certains efforts pour créer des garde-fous, les années 2004 à 2006 sont marquées par de nombreuses défaillances des mécanismes de contrôle qui

compromettent la prise d'une décision indépendante par les administrateurs. L'appartenance du dirigeant à un réseau relationnel marqué par des liens d'intérêts, le sentiment de soumission à l'autorité des administrateurs envers le dirigeant et la personnalité narcissique de ce dernier contribuent à expliquer la difficulté des administrateurs à s'opposer à la mise en place d'une politique de rémunération jugée excessive. L'influence prédominante du dirigeant sur le processus décisionnel de sa propre rémunération subsiste jusqu'en 2006. En effet, en raison des défaillances du comité des rémunérations et du conseil d'administration, d'autres mécanismes, tels que la surveillance mutuelle, les médias et les tribunaux, interviennent pour contrôler les décisions prises en matière de rémunération du dirigeant. Cette intervention mobilise différentes parties prenantes qui cherchent à protéger leurs intérêts contre l'abus du dirigeant. Cette mobilisation des parties prenantes est déclenchée par l'une d'entre elles sur fond d'une initiative spontanée (surveillance mutuelle).

Cet article nous permet également de répondre à certaines lacunes liées aux résultats obtenus dans les deux premiers essais. A travers le cas Vinci, nous constatons que la sensibilité de la rémunération à une hausse de la performance peut être liée à la volonté d'un dirigeant enraciné et narcissique et non pas à une action disciplinaire et incitative menée par les mécanismes de gouvernance.

En résumé, nous étudions dans cette thèse le déroulement réel du processus de détermination de la rémunération des dirigeants. Il s'agit d'un processus dynamique où plusieurs acteurs (actionnaires, dirigeant, salariés, opinion publique) interviennent à travers des mécanismes de gouvernance (conseil d'administration, comité des rémunérations, surveillance mutuelle, médias, action judiciaire) à différents moments et pour diverses raisons : inciter le dirigeant à améliorer la performance de l'entreprise (les actionnaires) , neutraliser le rôle des mécanismes de gouvernance afin de s'approprier une part de la valeur de l'entreprise (le dirigeant) et respecter le principe d'équité sociale (les autres parties prenantes).

- **Contribution et limites du travail de thèse**

Après avoir énoncé les principaux résultats, nous tentons à présent de préciser **les apports** de ce travail.

**D'un point de vue théorique**, cette recherche contribue à la compréhension du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Si les études antérieures se sont intéressées à la rémunération des dirigeants, notamment dans le contexte anglo-saxon et dans une perspective de *statique comparative*, cette recherche est la première, à notre connaissance, à s'être penchée sur *le processus* de fixation de la rémunération des dirigeants des entreprises

françaises. Les contributions théoriques de ce travail s'opèrent essentiellement sur deux points.

Le premier apport de ce travail porte sur l'application du modèle de la gouvernance élargie au processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Ce modèle a pour principal avantage de mettre l'accent sur les divers leviers possible de l'interaction entre le système de gouvernance et la latitude managériale (Wirtz, 2008b). En outre, ce modèle ne se focalise pas sur un seul mécanisme de gouvernance mais plutôt sur l'interdépendance de plusieurs mécanismes (conseil d'administration, comité des rémunérations, surveillance mutuelle, médias, action judiciaire), ouvrant ainsi une perspective systémique, seule capable à notre avis à permettre un gain significatif en termes de pouvoir explicatif par rapport aux approches traditionnelles dont les tests empiriques s'avèrent peu concluants.

Un deuxième apport de ce travail est d'intégrer certains aspects de la gouvernance comportementale pour expliquer la politique de rémunération. L'intégration de la dimension comportementale dans la gouvernance permet de comprendre ses éventuelles défaillances occasionnées par la présence des biais comportementaux (Charreaux, 2011). Ainsi, dans le cadre de notre travail, la prise en compte de certains biais comportementaux nous a permis de mieux comprendre l'inefficacité du conseil d'administration et du comité des rémunérations dans la détermination de la rémunération des dirigeants.

**D'un point de vue méthodologique**, le premier intérêt de cette recherche résulte de l'utilisation de différentes méthodes empiriques. Des méthodes quantitatives et qualitatives ont été combinées afin de répondre à des questions de recherche différentes, mais fortement complémentaires. Deux études quantitatives consistent à faire des régressions afin de tester empiriquement l'influence de certaines variables explicatives sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Une étude qualitative, à travers une étude de cas approfondie, consiste à observer comment se déroule, concrètement, le processus de détermination de la politique de rémunération des dirigeants chez Vinci. Une telle triangulation des méthodes est susceptible de conforter la robustesse des conclusions générales.

Le second apport méthodologique de ce travail réside dans l'utilisation d'une analyse qualitative (étude de cas). En effet, ce type d'analyse est très peu utilisé dans l'étude de la rémunération des dirigeants, puisque la plupart des travaux dans ce domaine font l'objet d'une étude quantitative (modèle statistique qui intègre des variables à expliquer ; généralement le niveau de rémunération, et des variables explicatives : mécanismes de gouvernance, performance, chiffre d'affaire,...). Une des raisons de l'absence d'études de cas pour approcher l'objet de la rémunération est vraisemblablement liée au fait qu'il s'agit d'un sujet

sensible, et qu'il est donc difficile d'obtenir un nombre suffisant de témoignages non biaisés. Cette difficulté méthodologique a pu être contournée grâce à la sélection d'un cas ayant été jugé en appel et ayant fait l'objet d'une large couverture médiatique. Cette étude de cas nous a permis de discerner et de préciser les mécanismes ainsi que les principaux leviers par lequel ils influencent le processus de fixation de la rémunération d'un dirigeant.

**Sur le plan managérial**, une meilleure compréhension des différents leviers de l'interaction entre le système de gouvernance et la latitude managériale apporte aux administrateurs les outils pour mieux gérer le processus de fixation de la rémunération des dirigeants. Ensuite, les dirigeants peuvent s'inspirer de nos résultats pour mieux comprendre les biais comportementaux et leur influence sur les décisions qu'ils prennent. Enfin, notre recherche permettra de montrer aux autres parties prenantes de l'entreprise (salariés, opinion publique,...) leur importance dans ce processus. En effet, comme les actionnaires, il peuvent, à travers certains mécanismes de gouvernance (médias, tribunaux), influencer les décisions prises en matière de rémunération des dirigeants.

Comme toute recherche, notre travail n'est pas exempt de limites. Nous les présentons dans ce qui suit. Tout d'abord, notre travail possède certaines **limites théoriques**. Tous les leviers potentiels de l'interaction entre le système de gouvernance et la latitude managériale n'ont pas été mobilisés dans ce travail. En effet, le levier cognitif (distinct du levier comportemental, selon Charreaux, 2008a) n'a pas réellement été pris en compte. Cela aurait peut-être permis d'améliorer la compréhension du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Cependant, l'intégration de l'approche cognitive (*resource- et knowledge-based view*) dans l'étude de la rémunération des dirigeants n'a fait l'objet que de très peu de recherches, et sa prise en compte se serait faite au prix d'une complexification substantielle du modèle.. Dans ce contexte, il n'est pas certain que le coût de cette complexité soit compensé par un gain de pouvoir explicatif, dans la mesure où l'objet de notre étude, la rémunération des dirigeants, touche précisément un domaine chargé d'intérêts, voire d'émotions, ce qui permet de penser que les leviers disciplinaire et comportemental sont vraisemblablement les plus prégnants.

Par ailleurs, l'intégration de l'approche comportementale reste incomplète dans la mesure où nous avons ignoré le rôle de débiaisage qui peut être joué par le système de gouvernance. Dans ce sens, une composition hybride du conseil d'administration peut potentiellement corriger les biais d'optimisme et de surconfiance (proche du narcissisme) qui affectent certains dirigeants (Charreaux, 2005). Toutefois, dans ce travail, nous n'adoptons pas une

démarche normative, et sur le plan descriptif, nous n'avons pas trouvé de trace d'un tel débiaisage dans le cas étudié.

Ce travail contient également des **limites empiriques**. Seul un entretien a été mené auprès d'administrateurs du groupe, ce qui nous empêche d'avoir de plus amples informations concernant le déroulement du processus de fixation de la rémunération du dirigeant. Mais l'absence d'un plus grand nombre d'entretiens auprès d'administrateurs est due essentiellement aux réponses négatives reçues lors de la prise de contact, au regard d'un sujet particulièrement susceptible.

En outre, le problème de la généralisation des résultats est souvent posé à la méthode de l'étude de cas. Toutefois, l'objet de ce travail était de démontrer la plausibilité d'un certain nombre d'explications théoriques concernant les leviers par lesquels le système de gouvernance agit sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, par leur application au cas Vinci. Comme l'a indiqué Yin (2003), le but de l'étude de cas est de généraliser des théories (généralisation analytique) et non d'inférer des fréquences (généralisation statistique).

- **Perspectives de recherche**

En s'inspirant des analyses effectuées au cours du présent travail de thèse, plusieurs pistes peuvent être avancées :

- Dans le cadre de ce travail, nous avons uniquement étudié deux leviers : disciplinaire et comportemental. Toutefois, et dans le cadre d'une gouvernance élargie, le levier cognitif peut aussi être un levier par lequel le système de gouvernance agit sur le processus de décision d'une entreprise.

Il pourrait donc être intéressant d'étudier la fixation de la rémunération des dirigeants dans une approche davantage cognitive. Dans cette approche qui considère la firme comme processeur de connaissances, le système de gouvernance agit sur les compétences et les savoir-faire des différents acteurs de la firme. Ainsi, la prise en compte de cette approche consiste à démontrer si certaines connaissances spécifiques de certains administrateurs ont un impact sur la politique de rémunération et/ou que la politique de rémunération influence l'acquisition de certaines compétences plutôt que d'autres par le dirigeant.

- Ces dernières années, la rémunération des dirigeants a fait l'objet d'une grande couverture médiatique. Ainsi, nous pensons qu'il serait possible de formuler un modèle testant l'impact des médias sur les pratiques de rémunération des dirigeants.

Nous adopterions une démarche quantitative basée sur un modèle statistique et ayant comme variables à expliquer les différentes composantes de la rémunération des dirigeants, et comme principale variable explicative le nombre d'articles lié à la rétribution des dirigeants. On pourrait utiliser la base de données *Factiva* pour rassembler ces articles.

- Comme le signale Charreaux (2005), l'intégration des dimensions comportementales dans la gouvernance d'entreprise est pour le moment à l'état embryonnaire. Ce courant qui prend en considération les erreurs liées aux biais cognitifs et émotionnels dans le comportement décisionnel des différents agents économiques, pourrait apporter quelques éclaircissements concernant l'étude des stock-options. Cette forme de rémunération, qui est censée être à l'origine un mécanisme d'incitation à la performance, est aujourd'hui plutôt critiquée car elle semble être un moyen d'enrichissement des dirigeants au détriment de leurs actionnaires. Une littérature récente (Misra et Shi, 2005; Armstrong *et al.*, 2006; Sautner et Weber, 2005) avance l'idée que certains biais comportementaux, tels que l'ancrage, l'optimisme, l'excès de confiance et la comptabilité mentale peuvent influencer le comportement du dirigeant au moment de l'exercice de ces options. Cette littérature n'a fait l'objet que de très peu d'études empiriques. Ainsi, il serait intéressant de formuler un modèle testant l'influence de ces biais sur le comportement des dirigeants français.
- Enfin, beaucoup de réflexions techniques sont conduites sur les rémunérations, sans que soit effectuée une interrogation méthodique des bases de valeurs (au sens éthique du terme) qui sous-tendent la politique de rémunération. Or, outre l'efficacité économique, la rémunération des dirigeants soulève des questions éthiques, et une étude de l'interaction entre éthique et politique de rémunération serait d'un intérêt majeur.

# BIBLIOGRAPHIE

## ARTICLE DE RECHERCHE

### A

Aerts W., Cormier D. et Magnan M. (2006), « Intra-Industry Imitation in Corporate Environmental Reporting: An International Perspective », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 25, n°3, p. 299-331.

Agrawal A et Knoeber C (1996), « Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n°3, p. 377- 397.

Agrawal A. et Mandelker G. (1992), « Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance », *Managerial and Decisions Economics*, vol. 13, n°1, p.15-22.

Aimar T. (2007), *Golden Boss. Patrons ou rentiers ?*, Eyrolles, Paris.

Albouy M. (2004), «Rémunération des dirigeants et performance boursière », *Analyse Financière*, n°10, p. 42-44.

Alcouffe C. (2007), «Fondements et pratiques de la rémunération des dirigeants en France », *Problèmes économiques*, n°1394, p.5-11.

Alexandre H. et Paquerot M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants», *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n°2, juin, p. 5-29.

Amihud Y. et Lev B. (1981), « Risk reduction as a managerial motive for merger », *Bell Journal of Economics*, vol. 12, n°2, p. 605-617.

Anderson R.C. et 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, n° 7, p. 1323-1348.

André P et Schiehl E. (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, p. 165 – 193.

Armstrong C., Jagolinzer A. et Larcker D. (2006), «Timing of employee stock option exercises and the valuation of stock option expense », *Rock Center for Corporate Governance Working Paper n°34*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.905280>.

Arrow K J. (1965), « Uncertainty and the Welfare Economies of Medical Care: Reply », *American Economic Review*, juin, p. 537-538.

## **B**

Baglia B. R., Moyer C., Rao R. S. (1996), « CEO Duality and firm performance: What's the fuss? », *Strategic Management Journal*, vol. 17, n°1, p. 41-43.

Bailly F.A., Bourgeois D., Guère J-P., Roulet-Corset N. et Roland-Lévy C. (2006), *Comportements humains et management*, 3<sup>ème</sup> édition, Pearson Education, Paris.

Baker G.P., Jensen M.C. et Murphy K.J. (1988), « Compensation and Incentives: Practice vs. Theory », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, p. 593-613.

Bancel F. (1997), *La gouvernance des entreprises*, Economica, Paris.

Baret C., Huault I. et Picq T (2006), « Management et réseaux sociaux. Jeux d'ombres et de lumières sur les organisations », *Revue Française de Gestion*, vol. 4, n°163, p. 93-106.

Barkema H. G., Gomez-Mejia L. R. (1998), «Managerial compensation and Firm Performance: A general Research Framework », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n°2, p. 135-145.

Batailler V. (2005), *Stock-options, Théorie et Pratique*, Economica, Paris.

Baudru D. et Lavigne S. (2001), « Investisseurs Institutionnels et Gouvernance sur le Marché Financier Français », *Revue d'économie Financière*, vol. 63, n°3, p.91-105.

Bebchuk L.A. and Fried J. M. (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge.

Bebchuk L.A. et Fried J. M. (2006), « Pay without Performance: Overview of the Issues» *Academy of Management Perspectives*, vol. 20, n°1, p. 5-24.

Bebchuk L. A., Fried J. M., et Walker D. J. (2002), « Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation », *University of Chicago Law Review*, vol. 69, n°3, p.751-846.

Becher D.A. et Frye M.B. (2011), « Does regulation substitute or complement governance? » *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, n°3, p.736-751.

Becht M., Bolton P. et Roell A. (2003), «Corporate Governance and Control», in G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz, (Eds.), *Handbook of Economics of Finance*, Elsevier B.V., Amsterdam, p.1-126.

Becuwe A. (2010), *Gestion des ressources humaines dans les municipalités françaises – De l'expérimentation à l'institutionnalisation*, L'Harmattan, Paris.

Belanes A. et Hachana R. (2010), « Biais Cognitifs et Prise de Risque Managériale : Validation Empirique dans le Contexte Tunisien », *Management International*, vol. 14, n°2, p. 105-119.

Belliveau, M., O'Reilly C. et Wade J.B. (1996), « Social capital at the top: effects of social similarity and status on CEO compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 39, n°6, p. 1568-1583.

Belzile R. et Viger C. (2004), « Les options : un mécanisme de gouvernance détourné », ESG-UQAM, Cahier de recherche 14-2004, Montréal, <http://dsc.esg.uqam.ca/Prof/6986/14-04.pdf>.

Benito A. et Conyon M. (1999). «The Governance of Directors' Pay: Evidence from UK Companies », *Journal of Management & Governance*, vol.3, n°2, p.117-136.

Berle A., Means G. (1932), *The modern corporation and private property*, McMillan.

Berrone P. et Gomez-Mejia L.R (2009), « Environmental Performance and Executive Compensation: An Integrated Agency-Institutional Perspective », *Academy of Management Journal*, vol. 52, n°1, p. 103-126.

Bertrand M. et Mullainathan S. (2001), « Are executives paid for luck? The ones without principals are », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n°3, p. 901-932.

Bessière V. (2007), « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n° 1, p. 39 – 66.

Bourbonnais, R. (2003), *Econométrie*, Dunod, 5<sup>ème</sup> édition, Paris.

Bouton D. (2002), « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », Rapport du groupe de travail présidé par D. Bouton, Medef.

Black B., Cheffins B. et Klausner M. (2006), «Outside Director Liability», *Stanford Law Review*, vol. 58, n°4, p. 1055-1159.

Black F. et Scholes M. (1973), «The pricing of options and corporate liabilities », *Journal of Political Economy*, vol. 81, n°3, p. 637-659.

Blair M., Kruse D. et Blasi J. (2000), Is employee ownership an unstable form or a stabilizing force? in T. Kochan and M. Blair (Eds), *The new relationship: Human capital in the American Corporation*, The Brookings Institution, Washington DC, p. 241-288.

Blass T. (1999), « The Milgram paradigm after 35 years: Some things we now know about obedience to authority», *Journal of Applied Social Psychology*, vol. 29, n°5, p. 955-978.

Bloch L. et Kremp E. (1999), « Ownership and control in France », *Working Paper*, European Corporate Governance Network, [www.ecgf.eu/research/control\\_europe/.../france.pdf](http://www.ecgf.eu/research/control_europe/.../france.pdf).

Bonneau T. et Drummond F. (2005), *Droit des marchés financiers*, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris.

Boyd B.K. (1994), « Board control and Ceo compensation », *Strategic Management Journal*, vol. 15, n°5, p.335-344.

Brandes P., Hadani M. et Goranova M. (2006), « Stock options expensing: An examination of agency and institutional theory explanations», *Journal of Business Research*, vol.59, n°5, p.595 – 603.

Brick I. E., Palmon O. et Wald J.K. (2006), « CEO compensation, director compensation and firm performance: Evidence of cronyism? » *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n°3, p. 403-423.

Brickley J., Coles J. et Terry R. (1994), « Outside directors and the adoption of poison pills», *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n°3, p. 371-390.

Bodie Z., Kaplan R.S., et Merton R. C. (2003), « For the last time: Stock options are an expense », *Harvard Business Review*, Mars, p. 63-72.

Brandenburger A. M. et Stuart Jr H. W. (1996), « Value-Based Business Strategy », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 5, n°1, p. 5-24.

Broye G. et Moulin Y. (2010), « Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises : Le cas des entreprises françaises cotées », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 13, n° 1, p. 67-98.

Broye G. et Moulin Y. (2012), « Les déterminants de la rémunération des administrateurs externes dans les sociétés françaises du SBF 120 », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 15-1/2 | 2012, mis en ligne le 02 août 2012 : <http://fcs.revues.org/78>.

Broye G. et Schatt A. (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 2, p. 67-89.

Brown A.D. (1997), « Narcissism, Identity, and Legitimacy », *The Academy of Management Review*, vol. 22, n°3, 643-668.

Buck T., Bruce A, Main B. et Udueni H (2003), « Long term incentive plans, executive pay and UK company performance ». *Journal of Management Studies*, vol. 40, n°7, p. 1709–1721.

Burmeister K. et Schade C. (2007), «Are entrepreneurs decisions more biased? An experimental investigation of the susceptibility to status quo bias», *Journal of Business Venturing*, vol. 22, n°3, p. 340– 362.

## C

Campbell W. K., Hoffman B. J. Campbell S. M. et Marchisio, G. (2011), «Narcissism in organizational contexts», *Human Resource Management Review*, vol. 21, n° 4, p. 268-284.

Carpenter M.A. (2000), «The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms», *Journal of Management*, vol. 26, n°6, p. 1179-1198.

Castanias R. P. et Helfat C. E. (1991), « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, vol. 17, n°1, p. 155-171.

Celerier C. (2011), *Comment faut-il payer les patrons ?*, Editions Rue d'Ulm, Paris.

Chang S. (1990), «Employee Stock Ownership and Shareholder Wealth: an Empirical Investigation », *Financial Management*, vol.19, n°1, p. 48-58.

Chaplinsky S., Niehaus G. (1994). « The role of ESOPs in takeover contests », *Journal of Finance*, vol.49, n°4, p. 1451-1470.

Charreaux G. (1987), «La Théorie Positive de l'Agence: une Synthèse de la Littérature », in G. Charreaux et al., *De Nouvelles Théories pour Gérer l'Entreprise*, Economica, Paris, p. 22-55.

Charreaux G. (1994), « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *Revue d'Économie Financière*, vol.31, n°4, p. 49-79.

Charreaux G. (1996), « Pour une véritable théorie de la latitude managériale du gouvernement d'entreprise », *Revue Française de Gestion*, n°111, Novembre/Décembre, p. 50-64.

Charreaux G. (1997a), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux (dir.), *Le gouvernement des Entreprises: Coporate Governance, théories et faits*, Economica, Paris, p. 421-469.

Charreaux G. (1997b), « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace », *Revue Française de Gestion*, n° spécial Public-Privé, septembre-octobre, p.38-56.

Charreaux G. (1999), « La théorie positive de l'agence, lecture et relectures », in G. Koenig (coord.), *Des nouvelles théories pour gérer l'entreprise du 21e siècle*, Economica, Paris, p.61-141.

Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du financier*, n°127, 4<sup>e</sup> trimestre, p. 6-17

Charreaux G. (2002), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, p.77-107.

Charreaux G. (2003), « Le point sur... les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Banque & Marchés*, septembre-octobre, n°66, p. 59-63.

Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahier de FARGO n°1040101*, <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1040101.pdf>.

Charreaux G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise 'comportementale': une réflexion exploratoire... », *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 157, p. 215-238.

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 G. Charreaux et P. Wirtz, *Gouvernance des entreprises - Nouvelles perspectives* (Eds.), Economica, Paris, p. 93-124.

Charreaux G. (2008a), « À la recherche du lien perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », *Économies et Sociétés, série Économie de l'entreprise*, n° 10, p. 1831-1868.

Charreaux G. (2008b), « La recherche en finance d'entreprise : quel positionnement méthodologique ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, hors-série, juin, p. 237 - 290.

Charreaux G. (2009), « Droit et gouvernance : l'apport du courant comportemental », *Cahier du FARGO*, n° 1091001, <http://leg2.u-bourgogne.fr/wp/1091001.pdf>.

Charreaux G. (2011), « Quelle théorie pour la gouvernance? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale », *Cahier du FARGO n° 1110402*, <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1110402.pdf>.

Charreaux G. et Desbrières P. (1997), « Le point sur le gouvernement des entreprises », *Banque et Marché*, n°23, juillet-août, p. 28-34.

Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre-valeur actionnariale », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n°2, p. 57-88.

Charreaux G. et Pitol-Belin J. P. (1985), « La théorie contractuelle des organisations, une application au conseil d'administration », *Economies et Sociétés, Série Sciences de Gestion*, tome 19, n°6, juin, p. 149-181.

Charreaux G. et Pitol-Belin J.P. (1992), « Le conseil d'administration lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires », *Revue Française de Gestion*, n°87, p. 84-92.

Charreaux G. Wirtz P. (2006), *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Economica, Paris.

Chatelin C. et Trébucq S. (2003), « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse », Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management. Jeudi 20 et Vendredi 21 mars.

Chatterjee A. et Hambrick D. C. (2007), « It's all about me: Narcissistic Chief Executive Officers and their effects on company strategy and performance », *Administrative Science Quarterly*, vol. 52, n°3, p. 351-386.

Cho M. H. (1998), « Ownership structure, investment, and the corporate values empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, vol.47, n°1, p. 103-121.

Christensen-Szalanski J. J. et Bushyhead J. B. (1981), « Physicians' Use of Probabilistic Information in a Real Clinical Setting », *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, vol. 7, n°, p. 928-935.

Coignard S. (2009), *un Etat dans l'Etat*, Edition Albin Michel, Paris.

Cole R.A. et Mehran, H. (1998), «The Effect of Changes in Ownership Structure on performance: Evidence from the Thrift Industry », *Journal of Financial Economics*, vol. 50, n° 3, p. 291-317.

Coles J.W., McWilliams V.B. et Sen N. (2001), «An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance », *Journal of Management*, vol. 27, n°1, p. 23-50.

Conyon (2011), «Executive Compensation Consultants and CEO Pay », *Vanderbilt Law Review*, vol. 64, n°2, p. 397-419.

Conyon M. J. et He L. (2011), «Executive compensation and corporate governance in China », *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n°4, p. 1158-1175.

Conyon M. J. et Leech D. (1994), «Top pay, company performance and corporate governance», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 56, n°3, p. 229-247.

Conyon M. et Murphy K. (2000), «The prince and the pauper? Ceo pay in the United States and United Kingdom », *Economic Journal*, vol.110, n°467, p.640-671.

Conyon M.J. et Peck S.I. (1998), «Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 2, p.146-157.

Cooper A. C., Woo C.Y. et Dunkelberg W. C. (1988), « Entrepreneurs' Perceived Chances of Success », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, n°2, p. 97-108.

Cordeiro J.J. et Veliyah R. (2003), «Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation », *American Business Review*, vol. 21, n°1, p.56-66.

Core J.E, Guay W. et Larcker D. (2008), «The power of the pen and executive compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n°1, p. 1-25.

Core J.E., Holthausen R.W. et Larcker D.F. (1999), « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n°3, p.371-406.

Cordeiro J.J. et Veliyah R. (2003), « Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation », *American Business Review*, vol. 21, n°1, p.56-66.

Cormier. D., Magnan M. et Léna Fall M. (1999), « L'octroi d'options sur actions aux dirigeants et la performance financière de la firme », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 2, p. 25-50.

Cox J.D. (1997), « Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct », *Law and Contemporary Problems*, vol. 60, n°4, p. 1-38.

Cox J.C., Ross S. A. et Rubinstein M. (1979), « Option Pricing: a Simplified Approach », *Journal of Financial Economics*, vol. 7, n°1, p. 229-263.

Crête R. (2004), « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », *Les Cahiers de droit*, vol. 45, n° 3, p. 409-468.

Crête R. et Rousseau S. (2002), *Droit des sociétés par actions — Principes fondamentaux*, Éditions Thémis, Montréal..

Crozier M. et Friedberg E. (1977), *L'acteur et le système*, Seuil, Paris.

Cyert R.M., Kang S.H. et Kumar P. (2002), «Corporate Governance, Takeovers, and Top-management Compensation: Theory and Evidence », *Management Science*, vol. 48, n° 4, p.453-469.

## **D**

Daily, C.M., J. L. Johnson, A. E. Ellstrand et D. R. Dalton (1998), «Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, n°2, p. 209-220.

Daniel K., Hirshleifer D. et Subrahmanyam A. (1998), «Over confidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing», *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 921-965.

Daniel K. et Titman S. (1999), « Market efficiency in an irrational world », *Financial Analysts Journal*, vol. 55, n°6, p. 28-40.

D'Arcimoles C. H. et Le Maux J. (2005), «Gouvernance d'entreprise et rémunération des dirigeants en France : variation sur la transparence et la performance», *Les Cahiers du CERGORS*, vol. 2, p.1-27.

Dardour A. (2009), *L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants : le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées*, Thèse de doctorat, Université Toulouse.

David, A. (2005), « Etude de cas et généralisation scientifique en sciences de gestion», *Revue Sciences de Gestion*, n°39, p. 139-166.

David P., Kochhar R. et Levitas E. (1998), «The Effect of Institutional Investors on the Level and mix of CEO Compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 2, p.200-208.

Debondt W. et Thaler R. (1985), «Does the Stock Market Overreact?», *Journal of Finance*, vol. 40, n° 3, p. 793-808.

De Brouwer P. (2001), «La finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur», *Fortis Investment Management*, Septembre, p. 14-16.

DeFusco R.A., Johnson R.R. et Zorn T.S. (1991), «The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making», *Financial Management*, vol. 20, n° 1, p. 36-43.

Demsetz H. (1983), «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm», *Journal of Law and Economics*, vol. 24, n°2, p. 375-390.

Denis D.J., Denis, D.K., Sarin, A. (1997), «Ownership Structure and Top Executive Turnover», *Journal of Financial Economics*, vol. 45, n°2, p. 193-221.

Desbrières P. (1997), « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises : théories et faits*, Economica, Paris, p. 397-417.

Desbrières P. (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, vol.28, n°141, p. 255-281.

Desbrières P. (2006), « Les normes comptables actuelles permettent-elles une comptabilisation des stock-options à leur juste valeur? », Working Papers FARGO 1061002, <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1061002.pdf>.

Desbrières P. et Mercier S. (2001), « Enjeux éthiques des formules d'actionnariat des dirigeants », *Revue Française de Gestion*, n°136, novembre-décembre, p. 86-99.

Desbrières P., Saint-Onge S. et Magnan M. (2000), « Les plans d'option sur actions : théorie et pratique », dans J-M. Peretti et P. Roussel (dir.), *Les rémunérations – Politiques et pratiques pour les années 2000*, Vuibert, Paris, p.135-160.

Di Maggio P., Powell W. (1983), « The Iron cage revisited, Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields », *American Sociological Review*, vol. 48, n°2, p.147-160.

Dormont B. (1989), « Petite apologie des données de panel », *Économie et Prévision*, vol. 89, n°89, p. 19-32.

Dudouet F. X. et Joly H. (2010), « Les dirigeants français du CAC 40 : entre élitisme scolaire et passage par l'Etat », *Sociologie et pratique*, vol. 2, n°21, p. 35-47.

Duffhues P.J.W. et Kabir R. (2008), « Is the pay-performance relationship always positive?, Evidence from the Netherlands », *Journal of Multinational Financial Management*, vol.18, n°1, p.45-60.

Dyck A. et Zingales L. (2005), « Le rôle des médias dans le gouvernement d'entreprise », in R. Islam (eds.), *Le droit d'informer. Le rôle des médias dans le développement économique*, De Boeck, Bruxelles, p. 141-180.

## **E**

Earley P.C., Northcraft G.B., Lee C. et Lituchy T.R. « Impact of Process and Outcome Feedback on the Relation of Goal Setting to Task Performance », *The Academy of Management Journal*, vol.33, n°1, p. 87-105.

Ebondo Wa Mandzila E., (2006), *La gouvernance de l'entreprise : une approche par l'audit et le contrôle interne*, L'Harmattan, Paris.

Eisenhardt K.M. (1989), «Agency Theory: An Assessment and Review », *Academy of Management Review*, vol. 14, n°1, p. 57-74.

Elouaer S. (2006), «Interlocking Directorates and Firm Performance: Evidence from French Companies», *OpesC*, <http://www.opesc.org/analyses/doc/interlocks-SBF-1996-2005.pdf>.

Eminet, A., Guerdi, Z., Asseman, S. (2009), «Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, n°3, p.5-36.

Ezzamel M. et Watson R. (1998), «Market Comparison Earnings and the Bidding-up of Executive Cash Compensation: Evidence from the UK», *Academy of Management Journal*, vol. 41, n°2, p.221–231.

Ezzamel M. et Watson R. (2002), «Pay Comparability Across and Within UK Boards: An Empirical Analysis of the Cash Pay Awards to CEOs and other Board Members», *Journal of Management Studies* vol. 39, n°2, p. 207–232.

## **F**

Faccio M. et Lang L. (2002), «The ultimate ownership of Western European corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.

Fagès B. (2009), « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly Sociétés*, n°4, p.430.

Fama E. (1980), « Agency problems and theory of the firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.

Fama F. et French K. (1999), « The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment», *Journal of Finance*, vol. 54, n°6, p. 1939-196.

Fama E. et Jensen M. C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 88 n°2, p. 301-325.

Farrell K. et Whidbee D. (2002), « Monitoring by the Financial Press and Forced CEO Turnover », *Journal of Banking & Finance*, vol. 26, n°12, p. 2249-2276.

FAS, Fédération Française des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés, (2006), *Guide de l'Actionnaire Salarié, de l'Epargne Salariale et de l'Epargne Retraite*, 6<sup>ème</sup> édition, Constellation Multimédia, Paris.

FAS, Fédération Française des Actionnaires Salariés et Anciens Salariés, (2010), *Guide de l'Actionnaire Salarié*, 8<sup>ème</sup> édition, Aumage, Paris.

Faucheux C. et Moscovici S. (1967), «Le style de comportement d'une minorité et son influence sur les réponses d'une majorité », *Bulletin du CERP*, n°16, p. 337-360.

Fernandes N. (2008), «Board compensation and firm performance: the role of independent board members». *Journal of Multinational Financial Management*, vol.78, n°1, p. 30–44.

Findley K.A. et Scott M.S. (2006) «The multiple dimensions of tunnel vision in criminal cases », *Wisconsin Law Review*, vol. 2, p. 291-397.

Finet A. (2012), *Gouvernance d'entreprise: Nouveaux défis financiers et non financiers*, De Boeck, Bruxelles.

Finkelstein S. et Boyd B. (1998), «How much does the ceo matter? The role of managerial discretion in the setting of ceo compensation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, n°2, p.179-200.

Finkelstein S. et Hambrick D.C. (1989), « Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes », *Strategic Management Journal*, vol.10, n°2, p 121-134.

Firth M., Fung P. et Rui O. (2006), «Corporate performance and CEO compensation in China», *Journal of Corporate Finance*, vol.12, n°4, p.693–714.

Fisher J. et Govindarajan V. (1992), « Profit Center Manager Compensation: An Examination of Market, Political and Human Capital Factors », *Strategic Management Journal*, vol. 13, n°3, p. 205-217.

Fox J. (1991), *Regression Diagnostics*, Sage Publications, Newbury Park, California.

Freeman R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

Freud S. (1914), *Contribution à l'histoire du mouvement psychanalytique*, Editions Payot, Paris.

Hambrick D.C. et Mason P.A. (1984), «Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers», *Academy of Management Review*, vol. 9, n° 2, p. 193-206.

Friedman M. (1970), «The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits», *The New York Times Magazine*, n°33, p. 122, 126.

## G

Gallagher D. R., Smith G. S. et Swan, P. L. (2006), «Do Institutional Investors Really Monitor Executive Compensation? *The University of New South Wales, School of banking and finance Working Paper Series*.

Gamble J. (2000), «Management commitment to innovation and ESOP stock concentration », *Journal of Business Venturing*, vol.15, n°5-6, p. 433-447.

Garcia-Pont C. et Nohria N. (2002), «Local versus global mimetism: the dynamics of alliance formation in the automobile industry», *Strategic Management Journal*, vol. 23, n°4, p. 307-321.

Garen J. (1994), « Executive compensation and principal-agent theory», *Journal of Political Economy*, vol. 102, n°6, p. 175-199.

Garnotel G. (2011), *Causes et conséquences sur la performance de l'entreprise de l'introduction d'incitations financières dans les contrats de rémunération des dirigeants*, Thèse de doctorat, Université Paul Cézanne Aix-Marseille.

Gélinas P. (2001), *La rémunération des dirigeants d'entreprise : une analyse selon la perspective institutionnelle* », Thèse de doctorat, HEC Montréal.

Gentzkow M. et Shapiro J.M. (2006), « Media Bias and Reputation », *Journal of Political Economy*, vol. 114, n°2, p. 280 - 316.

Gérard W. et St-Hilaire A. (1976), *L'adaptation organisationnelle dans les théories managériales et sociales*, Presses de L'université du Québec.

Gervais S. et Odean T. (2001), « Learning to be overconfident », *Review of Financial Studies*, vol. 14, n°, 1, p. 1-27.

Gilson S.C. (1990), «Bankruptcy, boards, banks and block holders», *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n°. 2, p. 355-387.

- Gilson S. C. et Vetsuypens M. R. (1994), «Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence», *Washington University Law Quarterly*, vol.72, n°3, p.1005-1025.
- Ginglinger E. (2002), « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, p. 37-55.
- Ginglinger E. (2005), « Stock-options ou actions gratuites : Quels effets pour les dirigeants », *Option Finance*, Hors-série, n°8.
- Godard L., Schatt A. (2000), «Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration ?», *La Revue du Financier*, vol. 127, n° p. 36-47.
- Godard L. et Schatt A., (2005), «Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux », *Revue Française de Gestion*, vol.31, n° 158, p.69-88.
- Gomez-Mejia L. R. (1994), « Executive compensation: A reassessment and a future research agenda», *Research in Personnel and Human Resources Management*, vol.12, p. 161-222.
- Gomez-Mejia L. R., Tosi H. et Hinkin T. (1987), « Managerial Control, Performance and Executive Compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 30, n°1, p. 51-70.
- Gomez M.L. (2006), «La fabrique de la stratégie dans la dynamique champ-habitus-pratique », in *La fabrique de la stratégie, une perspective multidimensionnelle*, D. Golsorkhi (Eds), p.65-79, Vuibert, Paris.
- Gordon L. et Pound J. (1990), « ESOPs and Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n°2, p. 525-555.
- Greenfich P. (2005), «Behavioral finance definitions: Main concepts», disponible sur: <http://pgreenfinch.pagesperso-orange.fr/f-bf2.htm>.
- Guay W. (1999), «The sensitivity of CEO wealth to equity risk: An analysis of the magnitude and determinants», *Journal of Financial Economics*, vol. 53, n° 1, p. 43-71.
- Guéguen N. (2010), *Autorité et soumission*, Dunod, Paris.

## H

Hallock K.F. (1997), «Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, n°3, p. 331-344.

Haid A. et Yurtoglu B. (2006), «The impact of ownership structure on executive compensation in Germany», *Conference Paper presented at the 32nd Conference of the European Association for Research in Industrial Economics (EARIE 2005), September 2005*, [http://www.fep.up.pt/conferences/earie2005/cd\\_rom/Session%20VII/VII.A/burcin.pdf](http://www.fep.up.pt/conferences/earie2005/cd_rom/Session%20VII/VII.A/burcin.pdf)

Hall B. J. et Liebman J. (1998), « Are CEOs Really Paid like Bureaucrats? », *The Quarterly Journal of Economics*»vol.113, n°3, p. 653-651.

Hambrick D.C. et Mason P.A. (1984), « Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers », *Academy of Management Review*, vol. 9, n° 2, p. 193-206.

Hartzell J.C. et Starks L.T. (2003), « Institutional Investors and Executive Compensation », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, p.2351-2374.

Harvey, K. et Shrieves, R. (2001), «Executive compensation structure and corporate governance choices. *Journal of Financial Research*», vol. 24, n° 4, p. 495–512.

Haublod B. (2006), *Vertiges du miroir. Le narcissisme des dirigeants*, Lignes de Repères Editions, Paris.

Haublod B. (2007), « Quand narcissisme est aux commandes de l'entreprise », *decisio.info*, n°42, p. 6-7.

Hausman J.A. (1978), « Specification Tests in Econometrics », *Econometrica*, vol. 46, n°6, p. 1251-1271

Heem G. (2010), « Les critères de détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants du CAC 40 », <http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/47/69/35/PDF/p15.pdf>.

Hemmer T. (1993), «Risk-free incentive contracts. Eliminating agency cost using option-based compensation schemes», *Journal of Accounting and Economics*, vol.16, n°4, p.447- 473.

Hermalin B. E. et Weisbach M. S. (2003), « Board of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A survey of the Economic Literature », *Economic Policy Review*, vol. 9, n°1, p. 7-26.

Hill C. W. L. et Jones T. M. (1992), «Stakeholder Agency-Theory», *Journal of Management Studies*, vol. 29, n°2, p. 131-154.

Hill C. W. L. et Phan P. (1991), « CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay », *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 3, p. 707-717.

Hirshleifer D. et Suh Y. (1992), « Risk, Managerial Effort, and Project Choice », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 2, n°3, p. 308-345.

Hlady Rispal M. (2002), *La méthode des cas. Application à la recherche en gestion*, De Boeck Université, Paris.

Holmström B. (1987), «Moral Hazard and Observability», *Bell Journal of Economics*, vol. 10, n°1, p. 74-91.

Houillon P. (2009), *Les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés*, Rapport d'information déposé par la Commission des Lois constitutionnelles, de la Législation et de l'Administration Générale de la République.

Hsiao C. (2003), *Analysis of panel data*, Cambridge University Press, New York.

Hubbard R.G et Palia D. (1995), «Executive Pay and Performance Evidence from the U.S. Banking Industry», *Journal of Financial Economics*, vol.39, n°1, p.105-130.

Hubbard R., Vetter D.E. et Little E.L. (1998), «Replication in Strategic Management: Scientific Testing for Validity, Generalizability, and Usefulness», *Strategic Management Journal*, vol. 19, n°3, p. 243-254.

Huber P.J. (1981), *Robust Statistics*, Wiley, New York.

## I

Iacobucci E. (1996), «The law and economics of executive compensation», in E. Iacobucci (Eds.), *Value for money: Executive compensation in the 1990s*, The C.D. Howe Institute, Toronto, p.1-56.

## J

Jaffré P. et Maudit L. (2002), *Les stock-options*, Grasset, Paris.

Jeffers E. et Plihon P. (2002), « Importance et Diversité des Investisseurs Institutionnels », in D. Plihon et J-P Ponssard (Éd.), *La montée en Puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ?*, Documentation Française, p. 17-27.

Jennifer J.R., Henock L. et Dahlia R. (2009), « Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 44, n°3, p. 579-605.

Jensen G.R, Solberg D.P. et Zorn T.M. (1992), « Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 2, p. 247-263.

Jensen M.C. (1979), « Toward a theory of the press », in *Economics and Social Institutions*, Karl Brunner (Ed.), Martinus Nijhoff Publishing Company.

Jensen M.C. (1983), « Organization Theory and Methodology », *The Accounting Review*, vol. 58, n° 2, p. 319-339.

Jensen M. C. (1990), « Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires », *Harvard-L'Expansion*, n°57, été, p. 60-72.

Jensen M. C. (1993), « The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n°3, p. 831-880.

Jensen M. C. (1994), « Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, p. 4-19.

Jensen M.C. (2004), « Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance », *European Financial Management*, vol. 10, n° 4, p. 549-565.

Jensen M.C., Fama. E, Long J., Ruback R., Schwert G.W. et Warner J. (1989), « Editorial: Clinical Papers and Their Role in the Development of Financial Economics », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n°1, p. 3-6.

Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, p.305-360.

Jensen M. C., Murphy K. J. (1990a), « Performance pay and top-management incentives», *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°2, p. 225-264.

Jensen M. C. et K. J. Murphy (1990b), «CEO's incentives- It's Not How Much You Pay, But How», *Harvard Business Review*, vol. 68, n°3, p. 138-15.

Jensen M.C., Murphy K.J. et Wruck E.G. (2004), « Remuneration: Where we've Been, how we Got to here, what Are the Problems, and how to Fix them », *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper, n° 44/2004.

Jensen, M.C et C.W. Smith. (1985), «*Stockholder, manager and creditor interests: applications of agency theory*», in E. I. Altman, and M. G. Subrahmanyam (Eds.), *The modern corporate finance*. Mac Graw – Hill, Toronto, p. 2-20.

Johnson J., Ellstrand A., Dalton D. et Dalton C. (2005), «The Influence of the Financial Press on Stockholder Wealth: the Case of Corporate Governance », *Strategic Management Journal*, vol. 26, n°5, p. 461-471.

## **K**

Kahneman D. et Tversky A. (1979), «Prospect Theory and Analysis of Decision under Risk», *Econometrica*, vol.47, n°2, p. 263-291.

Kaplan S. (1994), «Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States», *Journal of Political Economy*, vol. 102, n°3, p. 510-546.

Kato T. et Kubo K. (2006), «CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay», *Journal of Japanese and International Economies*, vol. 20, n°1, p. 1–19.

Kennedy P. (1992). *A guide to econometrics*, Blackwell, Oxford.

Kervin J.B. (1992), *Methods for business research*, Harpet Collins, New York.

Kets de Vries M. et Miller D. (1988), « Narcissisme et leadership: une perspective de relations de relations d'objet », in L. Lapierre et al., *Imaginaire et leadership*, Tome 1, Presses HEC, p. 443-466.

Klarsfeld A. (2005), « Approche institutionnelle et rémunération des dirigeants : propositions de voies de recherche », 14<sup>ème</sup> Congrès AGRH, disponible sur internet sur le site : <http://basepub.dauphine.fr/xmlui/handle/123456789/3646>.

Klarsfeld A. et Delpuech C. (2008), «La RSE au-delà de l'opposition entre volontarisme et contrainte : l'apport de la théorie de la régulation sociale et de la théorie néo-institutionnelle », *Revue de l'organisation responsable*, vol.3, n°1, p. 53-64.

Koffi V., Laurin P. et Moreau A. (1998), *Quand l'école se prend en main*, Presses de l'Université du Québec.

Korn Ferry International (2007), *Les sociétés du CAC 40 : comment sont-elles dirigées et qui les dirige ?* Etude comparative 1995/2006, Avril.

Kremp E. (1998), « Structure du capital des entreprises françaises en 1996 », *Bulletin de la Banque de France*, n°55, Juillet, p. 81-91.

Kuhnen C.M. et Nissen A. (2010), « Public opinion and executive compensation », *Journal of Neuroscience*, vol. 30, n°4, p.1426-1434

## L

Lambert R., Larcker D. et Weigelt K. (1993), « The structure of organizational incentives », *Administrative Sciences Quarterly*, vol. 38, n°3, p. 438-461.

Langbein, L. (2010), «Economics, Public Service Motivation and Pay for Performance: Complements or Substitutes? » *International Public Management Journal*, vol. 13, n°1, p. 1-15.

Langley A. (1999), « Strategies for theorizing from process data », *Academy of Management Review*, vol.24, n°4, p.691-710.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n°2, p. 471-517.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., et Vishny R., (1997), « Legal determinants of external finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, n°3, p. 1131-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., et Vishny R. (1998), «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, vol. 106, n°6, p. 1113-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R (2000), « Investor protection and corporate governance » *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n°1-2, p. 3-27

Laschever R. (2010), «Keeping Up with CEO Jones: Benchmarking and Executive Compensation», *Cornell University Institute for Compensation Studies*, Working Paper No. ICS 2011-004, [http://web.ics.purdue.edu/~rlaschev/CEO\\_Jones\\_Laschever\\_3EL.pdf](http://web.ics.purdue.edu/~rlaschev/CEO_Jones_Laschever_3EL.pdf).

Laumann E.O., Galaskiewicz L. et Marsden P.V. (1978), «Community structure as interorganizational linkages», *Annual Review of Sociology*, vol. 4, n°, p. 455-484.

Lebraty J-F. et Pastorelli-Nègre I. (2004), « Biais cognitifs: quel statut dans la prise de décision assistée? », *Systèmes d'information et Management*, vol. 9, n°3, p. 62-87.

Leighton D.S.R. et Thain, D.H., *Making Boards Work*, McGraw-Hill, Toronto.

Leroy P-H. (2010), « La rémunération des dirigeants et des traders dans le secteur financier », disponible sur : [http://www.proxinvest.fr/divers/Article\\_du\\_rapport\\_moral.pdf](http://www.proxinvest.fr/divers/Article_du_rapport_moral.pdf).

Listokin Y. (2007), «Paying for performance in bankruptcy: Why CEO should be compensated with debt? », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 155, n°4, p. 777-832, disponible sur: [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/553](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/553).

Loderer C. et Martin K. (1997), « Executive stock-ownership and performance tracking faint traces », *Journal of Financial Economics*, vol. 45, n°2, p 223-255.

Loewenstein M.J. (2000), « The conundrum of executive compensation », *Wake Forest Law Review*, vol. 35, n°1, p. 1-30.

## **M**

Magnan M. (2006), « Les options sur actions : création de richesse pour les actionnaires ou enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n°. 3, p. 221-235.

Magnan M., Roussel P., St-Onge S. et Trepo G. (2000), « La rémunération des dirigeants d'entreprise : débats, enjeux et bilans », in J.M. Peretti et P. Roussel (Éd.), *Les Rémunérations, politiques et pratiques pour les années 2000*, Vuibert, Paris, p.311-327.

Magnan M., St-Onge S. Calloc'H Y. (1999), « Power games: Boards of directors and CEO Compensation », *Ivery Business Journal*, vol.63, n°3, p. 38-43.

- Magnan M., St-Onge S., Craighead J. et Thorne L. (1998), «La rémunération des dirigeants: un enjeu économique, politique et symbolique pour le conseil d'administration », *Gestion*, vol.23, n°3, p.127-134.
- Magnan M., Saint-Onge, S., Craighead J. et Thorne L. (1998), «La rémunération des dirigeants : un enjeu économique, politique et symbolique pour les conseils d'administration», *Gestion*, vol. 23, n°3, p. 127-134.
- Magnan M., Saint-Onge S. et Thorne L. (1996), «Performance organisationnelle et rémunération des dirigeants: une comparaison Canada - Etats-Unis », *Revue de l'Association des Sciences Administratives du Canada*, vol. 13, n°2, p.102-118.
- Main B.G. et Johnston J. (1993), « Remuneration Committees and Corporate Governance », *Accounting and Business Research*, vol. 23, n° 91, p. 351-362.
- Mangel R. et Singh H. (1993), « Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US in large US corporations », *Accounting and Business Research*, vol. 23, n°92, p. 339-350.
- March J.G. (1997), « Understanding How Decisions Happen in Organizations », in Z. Shapira (Eds.), *Organizational Decision Making*, Cambridge University Press, New York, p. 9-32.
- Martocchio J. (2004), *Research in personnel and human resources management*, vol. 23, Emerald Group Publishing.
- Mauduit L. (2007), *Petits conseils*, Editions Stock, Paris.
- Meier O. et Schier G. (2008), *Transmettre ou reprendre une entreprise*, Dunod, Paris.
- Messeghem K. (2005), « Les distributeurs en quête de légitimité : le cas des accords de coopération avec les PME », *Décision Marketing*, n°. 39, juillet-septembre, p.57-66.
- Miller J.S., Wiseman R.M. et Gomez-Mejia L.R. (2002), «The Fit between CEO Compensation Design and Firm Risk », *Academy of Management Journal*, vol. 45, n°4, p.745-746.
- Miles M. et Huberman A.M. (2003), *Analyse des données qualitatives*, 2ème édition, De Boeck, Bruxelles.
- Milgram S. (1974), *Soumission à l'autorité*, Calmann-Lévy, Paris.

Miller G. (2006), « The Press as a Watchdog for Accounting Fraud », *Journal of Accounting Research*, vol. 44, n°5, p. 1001-1033.

Misra L. et Shi Y. (2005), « Option exercise by CEOs: overconfidence VS market timing », *Working Paper*, Texas University.

Morck R. (2008), « Behavioral Finance in Corporate Governance: economics and ethics of the devil's advocate », *Journal of Management and Governance*, vol. 12, n°2, p. 179-200.

Moriarty J. (2006), « How to (try to) justify CEO pay », in R.W. Wolb, (dir.), *The Ethics of Executive Compensation*, Blackwell, p. 154-171.

Morin F. (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs, le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue économique*, n°6, novembre, p. 1253-1268.

Moris K. (2010), Les médias en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprise, Thèse de doctorat, Université de Bourgogne.

Moris K. (2011), « La presse en tant que mécanisme de gouvernance disciplinaire », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 14, n° 4, p. 21-66.

Moris K. (2013), *Médias et gouvernance d'entreprise, l'influence de la presse sur les dirigeants et la création de valeur*, Vuibert, Paris.

Mossuz-Lavau J. (2007), *L'Argent et nous*, La Martinière.

Mouricou P. (2009), *Stratégie et imitation concurrentielle : Une étude des pratiques des programmeurs des radios musicales françaises*, Thèse de doctorat Université Paris Dauphine.

Moynihan, D.P. (2010), « A Workforce of Cynics? The Effects of Contemporary Reform on Public Service Motivation », *International Public Management Journal*, vol.13, n°1, p. 24-34.

Mtanios R. et Paquerot M. (1999), « Structure de propriété et sous performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.2, n°4, p.157-179.

Murphy K., (1985), « Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1-3, p. 11-42.

Murphy K.J. et Sandino T. (2010), «Executive pay and “independent” compensation consultants», *Journal of Accounting and Economics*, vol.49, n°3, p.247-262.

## N

Newman H. A., Mozes H. A. (1999), « Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices? », *Financial Management*, vol. 28, n°3, p.41-53.

Nichols D. et Subramanian C. (2001), «Executive compensation: Excessive or equitable? » *Journal of Business Ethics*, vol. 29, n°2, p. 339-351.

Noveck I.A., Mercier H., Rossi S. et Van Der Henst J-B (2007), « Raisonement et Psychologie Cognitive », in. Rossi & Van Der Henst (Eds), *Psychologies du Raisonement*, De Boeck, Bruxelles, p. 37-74.

## O

OpesC, Observatoire politico-économique des structures du Capitalisme, (2008), « Réseaux sociaux des patrons du CAC 40 au 31. 12. 2007 », disponible sur le site : <http://www.opesc.org/analyses/doc/reseaux-patrons-cac-40-2007.pdf>.

O'Reilly C.A., Doerr B., Caldwell D.F. et Chatman J.A. (2012), « Narcissism and Executive Compensation », disponible : [http://haas.berkeley.edu/faculty/papers/chatman\\_narcissism.pdf](http://haas.berkeley.edu/faculty/papers/chatman_narcissism.pdf).

O'Reilly C. A., Main, B. G. et Crystal G. S. (1988), « CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories », *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, n°2, p. 257-274.

Ouimet G. (2012), « Analyse comparative du leadership transformationnel et du leadership narcissique », *Psychologie du travail et des organisations*, vol. 18, n° 3, p. 277-290.

Ozkan N. (2007), « Do Corporate Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 17, n°5, p.349-364.

## P

Pagano M. et Volpin P. (2005), « Managers, workers, and corporate control », *Journal of Finance*, vol. 60, n°2, p. 841- 868.

Paquerot M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, Performance de la Firme et Structures de Contrôle », in G. Charreaux (dir.), *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica, Paris, p.105-138.

Paquerot M. et Carminatti-Marchand G. (2003), *Faut-il confier les entreprises aux X et aux énarques*, Etheque.com Edition, Paris.

Parachkevova I. (2010), « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées : de la morale à la réforme », *Revue internationale de droit économique*, vol. 24, n°2, p. 241-258.

Paredes T. (2004), « Too Much Pay, Too Much deference: Is CEO overconfidence the product of corporate governance? », Washington U. School of Law Working Paper n°04-08-02, <http://law-wss-01.law.fsu.edu/journals/lawreview/downloads/322/Paredes.pdf>.

Parrat F. (1999), *Le gouvernement d'entreprise*, Maxima, Paris.

Pendleton A. (2001), *Employee ownership, participation and governance. A study of ESOPs in the UK*, Routledge, London.

Pennings J.M. (1993), « Executive Reward Systems: A Cross-national Comparison », *Journal of Management Studies*, vol. 30, n°2, p. 261 – 280.

Peyrelevade J. (1999), *Le Gouvernement d'Entreprise ou Les Fondements Incertains d'un Nouveau Pouvoir*, Paris, Economica.

Pi S., Timme S. G. (1993), « Corporate control and Bank efficiency », *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, n°2-3, p. 515-530.

Pichard-Stanford J.P. (2000), « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n°4, p. 143-178.

Pigé B. (1998), « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°3, p131-158.

Piot C. (2006), « Les déterminants de l'existence et de l'indépendance managériale des comités de rémunération et de sélection en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p. 159-185.

Pochet C. et Yeo H. (2004), « Les comités spécialisés des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques ? », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 10, n° 2, p.31-54

Poulain-Rehm T. (2000), *Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche qualitative et quantitative*, Thèse de doctorat, Université Montesquieu Bordeaux IV, IAE de Bordeaux.

Poulain-Rehm T. (2003), *Les stock-options en France : théories et politiques*, L'Harmattan.

Poulain-Rehm T. (2006), « Les stock-options et la gestion des ressources humaines », in J. Allouche (Éd.), *Encyclopédie des ressources humaines, deuxième édition*, Vuibert, Paris p. 1251-1258.

Parrat F. (2003), *Le gouvernement d'entreprise*, Dunod, Paris.

Proxinvest (2005), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 6<sup>ème</sup> rapport, disponible sur : <http://hussonet.free.fr/cac40sal.pdf>.

Proxinvest (2007), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 9<sup>ème</sup> rapport, disponible sur : <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/21.html>.

Proxinvest (2009), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 11<sup>ème</sup> rapport, <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/82.html>.

Proxinvest (2010), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 12<sup>ème</sup> rapport, disponible sur : <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/126.html>.

Proxinvest (2012), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 14<sup>ème</sup> rapport, disponible sur : <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/208.html>.

## R

Raheja C. (2005), « Determinant of board size and composition: a theory of corporate boards », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, n°2, p. 283-306.

Rappaport A. (1990), « Let's Let Business be Business », *New York Times*, n° du 4 février, disponible sur le site: <http://www.nytimes.com/1990/02/04/business/forum-let-s-let-business-be-business.html?pagewanted=2&src=pm>

Rauh J. (2006), « Own company stock in defined contribution pension funds: A takeover defense? », *Journal of Financial Economics*, vol. 81, n°2, p.379-410.

Ravid S. et Sudit E., «Power seeking managers, profitable dividends and financing decisions», *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.25, n°2, p.241-255.

Rediker K.J. et Seth A. (1995), «Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms», *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 2, p. 85-99.

Rocard M. (2007), « Le capitalisme éthique, un principe fragile », *Le Monde*, 10 janvier 2007, p.17.

Roe M.J. (2000), « Political preconditions for separating ownership from corporate control », *Stanford Law Review*, vol. 53, n°3, p. 539-606.

Roe M.J. (2001), « Les conditions politiques au développement de la firme managériale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 1, p. 124-182.

Romano R. (1991), «The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 7, n°1, p. 55-887.

Rosenthal S. A. et Pittinsky T. L. (2006), « Narcissistic leadership », *Leadership Quarterly*, vol.17, n°6, p. 617-633.

Rousseau S. (2003), « La gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins : comment restaurer la confiance des investisseurs suite à l'affaire Enron ? », in Formation permanente du Barreau du Québec, *Développements récents en droit des affaires*, Éditions Yvon Blais, Cowansville, p. 34-46.

Rousseau S. (2004), «Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes: réflexions sur la règle du jugement d'affaire», *Les Cahiers de Droit*, vol. 45, n°3, p. 469-540.

Roux De Bézieux G. (2007), *Salauds de patrons ! Pourquoi les français n'aiment pas leurs chefs d'entreprise*, Hachette Littératures, Paris.

Ryan H.E. et Wiggins R.A. (2002), «The Interactions Between R&D Investment Decisions and Compensation Policy », *Financial Management*, vol. 31, n°1, p. 5-29.

## S

Salmon J. (2001), *Dictionnaire de droit international public*, Bruylant/AUF, collection Universités Francophones.

Sanders W. G. (2001), «Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay», *Academy of Management Journal*, vol. 44, n°3, 477-492.

Sautner Z. et Weber M. (2005), «Stock options and Employee Behavior», *Working paper*, Mannheim university, <http://www.sfb504.uni-mannheim.de/publications/dp05-26.pdf>.

Scott J. (1991), « Networks of Corporate Power: A Comparative Assessment », *Annual Review of Sociology*, vol. 17, n°1, p. 181-203.

Setia-Atmaja L. S., Tanewski G. A. et Skully M. (2009), «The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 36, n°7 et 8, p. 863-898.

Sevestre P. (2002). *Econométrie des données de panel*, Dunod, Paris.

Sigler K.J. (2011), « CEO Compensation and Company Performance», *Business and Economics Journal*, vol. 2011, p. 1-8.

Singh H. et Hariento F. (1989), «Top management tenure, corporate ownership structure and the magnitude of golden parachutes », *Strategic Management Journal*, vol. 10, n°2, p. 143-156.

Simon H. A. (1947), *Administrative Behavior. A study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*, traduction française par Pierre-Emmanuel Dauzat, 1983, Economica, Paris.

Shleifer A. and Vishny R. (1989), «Management entrenchment: The case of manager-specific investments», *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n°1, p.123-139.

Skeel D. (2001), « Shaming in Corporate Law », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 149, n°6, p. 1811-1868.

Smith C.W. et Watts L.R. (1992), «The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n°3, p. 263-292.

Smith M.P. (1996), «Shareholder Action by Institutional Investors: Evidence from CalPERS », *Journal of Finance*, vol. 51, n°1, p227-252.

Stern R. N. et Hammer T. H. (1978), « Buying your job: Factors affecting the success or failure of employee acquisition attempts », *Human Relations*, vol. 31, n°12, p. 1101–1117.

Switzer L.N. (2007), «Corporate governance, Sarbanes-Oxley, and Small-Cap firm performance », *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol.47, n°5, p. 651-666.

Steiner P. (2011), *Les rémunérations obscènes : Le scandale des hauts revenus en France*, Zones, Paris.

St-Onge S. et Magnan M. (2008), «La rémunération des dirigeants : mythes et recommandations », *Gestion*, vol.33, n°3, p.25-40.

St-Onge S., Magnan M. et Calloc'h Y. (2001), « Conseils d'administration et rémunération des dirigeants d'entreprise au Canada : une perspective politique », *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, vol.18, n°2, p.57-76.

Stiglitz J. (2003), *Quand le capitalisme perd la tête*, Fayard, Paris.

Stiglitz J. et Edlin A. (1992), «Discouraging rivals: managerial rent seeking and economic insufficiencies», *NBER Working Paper*, n° 4145.

Stout L.A. (2011), «New Thinking on Shareholder Primacy», *UCLA School of Law, Law-Econ Research*, disponible sur [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1763944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1763944)

Susskind A. (2005), *La finance comportementale*, De Boeck, Bruxelles

Svenson O. (1981), « Are We Less Risky and More Skillful than our Fellow Drivers? », *Acta Psychologica*, vol. 47, n°2, p. 143-148.

## T

Tandeau de Marsac (2011), « Affaire Vinci: les tribunaux deviendraient-ils le "juge de la gouvernance des entreprises" ? », *Option Finance*, n°1141, p. 28-29.

Taussig F.W. et Baker W.S. (1925), «American corporation and their executives: statistical inquiry ». *Quarterly Journal of Economics*, vol.3, p.1-15.

Tavris C. et Wade C. (1999), *Introduction à la psychologie. Les Grandes perspectives*, De Boeck, Bruxelles.

Tchotourian I. (2011), « Une décennie d'excès des dirigeants en matière de rémunération Repenser la répartition des pouvoirs dans l'entreprise : une solution per se porteuse de risques », in L. Nurit et S. Rousseau (Éd.), *Risque d'entreprise : quelle stratégie juridique*, Lextenso édition, p.25-84.

Tosi H.L., Werner S., Katz J.P. et Gomez-Mejia L.R. (2000), « How much does performance matter ? A meta-analysis of ceo pay studies », *Journal of Management*, vol.26, n° 2, p. 301-339.

Touron P. (2002), « Apports et limites de la théorie institutionnelle des organisations, Etudes de trois cas d'adoption de normes comptables internationales en France », Congrès de l'AFC, Toulouse, <http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/58/45/40/PDF/TOURON.PDF>.

Trébucq S. (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250: un outil de création de valeur ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.5, n°4, p.107-135.

Tremblay M. et Chênevert D. (2004). «Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs : une étude internationale», *15<sup>ème</sup> Congrès de l'Association de Gestion des Ressources Humaines*, Montréal, Canada.

Tufano P. (2001), « HBS-JFE Conference Volume: Complementary Research Methods », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 2, p. 179-185.

## V

Vatteville E. (2008), « La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ? », *Revue management et avenir*, vol.4, n°18, p. 88-103.

Vienot M. (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, CNPF-Afep.

Vienot M. (1999), *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise*, MEDEF-Afep.

Vigliano M-H. et Barré G. (2010), « L'effet de la structure du réseau du dirigeant sur sa rémunération : Le cas français », *Revue Française de Gestion*, vol. 36, n°202, p. 97-109.

## W

Wagenaar W. et Keren G.B. (1986), « Does the expert know? The reliability of predictions and confidence ratings of experts », in E. Hollnagel, G. Mancini et D. D. Woods (eds.), *Intelligent Decision Support in Process Environments*, Springer-Verlag, Berlin, p. 153-173.

Weisbach M.S. (2007), « Optimal Executive Compensation versus Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation », *Journal of Economic Literature*, vol. 45, n°2, p.419-428.

Westphal J. D., Seidel M.-D. L. et Stewart K. J. (2001), « Second-order imitation: Uncovering latent effects of board network ties », *Administrative Science Quarterly*, vol. 46, n°4, p. 717-747.

Westphal J.D. et Zajac E.J. (1995), « Who Shall Govern? CEO, Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection », *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, n° 1, p. 60-83.

Wirtz P. (2000), « L'étude de cas : réflexions méthodologiques pour une meilleure compréhension du rôle de la comptabilité financière dans le gouvernement d'entreprise », *Comptabilité Contrôle Audit*, décembre, n° spécial, p. 121-136.

Wirtz P. (2002), *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Economica, Paris.

Wirtz P. (2005), « Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 11, n°1, p. 141-159.

Wirtz P. (2006), «Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9 n°2, p.187-201.

Wirtz P. (2008a), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, Collection Repères, La Découverte, Paris.

Wirtz, P. (2008b), « Les firmes entrepreneuriales en croissance ont-elles un système de gouvernance spécifique ? », *Cahier du FARGO n° 1080701*, disponible sur le site : <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1080701.pdf>.

Wirtz P. (2011), «The cognitive dimension of corporate governance in fast growing entrepreneurial firms », *European Management Journal*, vol. 29, n°6, p. 431-447

## Y

Yates J. F. (1990), *Judgment and decision making*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.

Yeo H.-J., Pochet C. et Alcouffe A. (2003), « CEO Reciprocal Interlocks in French Corporations », *Journal of Management and Governance*, vol. 7, n°1, p. 87-108.

Yermack D. (1995), « Do corporations award ceo stock-options effectively? », *Journal of financial economics*, vol.39, n°2, p. 237-269.

Yin R. (2003), *Case Study Research: Design and Methods*, 3ème édition, Sage Publishing, Beverly Hills.

Young C. S. et 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, n°4, p. 363-374.

## Z

Zajac E.J. et Westphal J.D. (1997), «Managerial incentives in organizations: economic, political and symbolic perspectives», in Zur Schapira (Eds.), *Organizational decision making*, Cambridge University Press, New York, p. 133-157.

Zeitlin M. (1974), «Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class», *American Journal of Sociology*, vol. 81, n°4, p. 894–903.

Zenou E. (2002), « Quelle est la valeur de la pratique managériale du dirigeant ? Contribution à la connaissance de la création de valeur du dirigeant », *EM Lyon Working Papers*, n°3.

Zhou X. (2000), « CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada », *Canadian Journal of Economics*, vol. 33, n°1, p. 213–252.

Zingales L. (2000), « In Search of New Foundations », *The Journal of Finance*, vol. 55, n°4, p. 1623-1653.

Zolezzi G., (2004), « L'Actionnariat Salarié Influent face aux théories des droits de propriété et de la gouvernance partenariale », Communication présentée au colloque Métamorphoses des Organisations, Université Nancy 2, GREFIGE, 21 et 22 octobre 2004.

#### **ARTICLE DE PRESSE**

Agence France Presse, 16 mai 2006, « Vinci : Prime de 12,9 millions d'euros pour le président A. Zacharias ».

Agence France Presse, 21 juin 2006, « Plainte des actionnaires sur les rémunérations de l'ancien patron de Vinci ».

Agence France Presse, 13 décembre 2006, « Les grands patrons gagnent moins mais toujours près de 300 smic ».

Agence France Presse, 26 mars 2010, « Deux ans de prisons avec sursis requis contre Zacharias ».

La Tribune, 25 mars 2005, « Faut-il limiter les retraites chapeau ? ».

La Tribune, 5 juin 2006, « Les neuf leçons de l'affaire ».

La Tribune, 15 juin 2006, « Blackboulé ».

La Tribune, 10 janvier 2007, « Salaires des patrons : un nouveau code de place peu contraignant ».

La Tribune, 12 février 2008, « Les dirigeants d'entreprises français ont gagné 40% de plus en 2007 ».

La Tribune, 27 mars 2010, « Antoine Zacharias va garder ses millions ».

La vie Financière, 9 juin 2006, « Trop...c'est Trop ».

Le Figaro, 4 juillet 2002, « Vivendi Universal-les défis de Fourtou ».

Le Figaro, 14 juin 2006, « Zacharias conteste sa démission ».

Le Figaro, 3 juin 2006, « Zacharias : une rémunération qui donne le vertige ».

Le Figaro, 23 mars 2010, « Vinci : son ex en procès ».

L'Expansion, 1 juin 2004, « Les réseaux d'Antoine Zacharias ».

L'Expansion, 1 juin 2006, « Zach, champion des stock-options ».

L'Expansion, 27 février 2008, « Stock-options : les français s'alignent sur les standards anglo-saxons ».

L'Expansion, 1 janvier 2010, Stock-options : ces dirigeants qui touchent encore le jackpot ».

L'Expansion, 25 mars 2010, « Zacharias justifie sa rémunération ».

L'Expansion, 24 janvier 2011, « Six français sur dix ont une mauvaise image des grands patrons ».

L'Express, 15 mars 2007, « Le Péril narcissique ».

Le Nouvel Observateur, 8 juin 2006, « Vinci la chute d'un PDG cousu d'or ».

Le Nouvel Observateur, 8 juin 2006, « Monsieur 250 Millions d'euros ».

Le Parisien, 2 juin 2006, « Le courrier qui a mis le feu aux poudres ».

Le Parisien, 3 juin 2006, « Entre écœurement et inquiétude ».

Le Parisien, 9 octobre 2007, « Antoine Zacharias, ancien patron du groupe de BTP Vinci ».

Le Parisien, 11 janvier 2010, « L'ancien patron de Vinci devra justifier son pactole au tribunal ».

Le Parisien, 25 mars 2010, « L'ex-patron le mieux payé de France au tribunal ».

Le Parisien, 25 mai 2011, « L'ex-PDG de Vinci condamné pour abus de pouvoir ».

Les Echos, 9 septembre 2004, « Antoine Zacharias passe au salaire entièrement variable ».

Les Echos, 2 juin 2006, « Xavier Huillard maintenu, Antoine Zacharias démissionne ».

Les Echos, 15 juin 2006, « Antoine Zacharias ».

Les Echos, 5 juillet 2006, Vinci : la folle histoire de la chute d'Antoine Zacharias ».

Les Echos, 25 mars 2010, « Antoine Zacharias va devoir s'expliquer devant les juges ».

Les Echos, 11 janvier 2010, « Le procès de l'ex PDG de Vinci est fixé à fin mars ».

Les Echos, 25 mars 2010, « Vinci : Antoine Zacharias va devoir s'expliquer devant les juges ».

Les Echos, 26 mars 2010, « Zacharias, relaxé par le tribunal ».

Libération, 2 juin 2006, « Echec au roi chez Vinci ».

Libération, 21 juin 2006, « Vinci : suite judiciaire pour les millions d'Antoine Zacharias ».

#### **DOCUMENTS DE REFERENCE**

Rapport annuel du groupe EDF de 2011.

Rapport annuel du groupe Vinci de 2001.

Rapport annuel du groupe Vinci de 2002.

Rapport annuel du groupe Vinci de 2003.

## **LISTE DES FIGURES**

Figure 1 : L'évolution de la rémunération moyenne globale des dirigeants du CAC 40 en millions d'euros.

Figure 2 : L'évolution des variations de la rémunération globale moyenne et du résultat net entre 2007 et 2009.

Figure 3 : Les variations en pourcentage du cours du pétrole et de rémunération des dirigeants des entreprises du secteur pétrolier.

Figure 4 : Évolution de la rémunération des dirigeants du SBF 120 entre 2006-2010.

Figure 5 : Evolution de nombre d'articles portant sur la rémunération des dirigeants.

Figure 6 : L'évolution de la rémunération des dirigeants entre les deux périodes.

Figure 7 : Prise en compte des interactions entre la rémunération des dirigeants et les autres mécanismes de gouvernance.

Figure 8 : L'évolution de la rémunération des dirigeants entre 2006 et 2010.

Figure 9 : Variation du bonus annuel avec les indicateurs de performance entre 2006 et 2010.

Figure 10 : Liens interconseils entre les dirigeants du CAC 40 en 2005.

Figure 11 : Les réseaux sociaux des dirigeants du CAC 40 au 31 décembre 2007.

Figure 12 : Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une approche actionnariale disciplinaire.

Figure 13 : Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une approche partenariale disciplinaire.

Figure 14 : Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une approche actionnariale comportementale.

Figure 15 : Synthèse de codage

Figure 16 : Chronologie des principaux évènements en matière de rémunération des dirigeants chez Vinci.

Figure 17 : Evolution de la rémunération moyenne des dirigeants du CAC 40 et d'Antoine Zacharias en millions d'euros entre 2001 et 2003.

Figure 18 : Le parcours boursier de Vinci sous l'ère Zacharias.

Figure 19 : Evolution du nombre d'articles sur la rémunération d'Antoine Zacharias en juin 2006.

Figure 20 : Trajectoire temporelle du processus décisionnel de la rémunération du dirigeant chez Vinci.

## **LISTE DES TABLEAUX**

Tableau 1 : Typologie des mécanismes de gouvernance d'entreprise.

Tableau 2 : Comparaison de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance.

Tableau 3 : Evolution législative en matière de rémunération des dirigeants en France depuis 2001.

Tableau 4 : Liste des codes de conduite d'entreprise d'application volontaire.

Tableau 5 : La réparation sectorielle de notre échantillon.

Tableau 6 : Statistique descriptive.

Tableau 7 : Rémunération moyenne globale selon le secteur d'activité sur la période 2006-2010.

Tableau 8 : Régression linéaire testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise entre 2006 et 2010.

Tableau 9 : Régressions linéaires testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance selon la taille de l'entreprise.

Tableau 10 : Régressions linéaires testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance avant et après la crise.

Tableau 11 : une comparaison des principaux résultats sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants.

Tableau 12 : Régression linéaire testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise pour les deux périodes.

Tableau 13 : Synthèse de principaux résultats.

Tableau 14 : Mesure retenue de la performance de l'entreprise.

Tableau 15 : Les variables dépendantes retenues.

Tableau 16 : La synthèse des variables.

Tableau 17 : Synthèse des régressions.

Tableau 18 : Statistiques descriptives des variables pour la période 2006-2010.

Tableau 19 : les différentes composantes de la rémunération selon la taille de l'entreprise.

Tableau 20 : Variation de la rémunération des dirigeants en fonction de la présence ou non du comité de rémunération entre 2006-2010.

Tableau 21 : Évolution de la structure de propriété entre 2006 et 2010.

Tableau 22 : Matrice de corrélation de Pearson.

Tableau 23 : Résultats Test VIF.

Tableau 24 : Résultats des régressions estimant l'effet de mécanismes de gouvernance sur l'élasticité de la rémunération fixe à la performance.

Tableau 25 : Résultats des régressions estimant l'effet de mécanismes de gouvernance sur l'élasticité de la rémunération incitative à la performance.

Tableau 26 : Résultats des régressions estimant l'effet de mécanismes de gouvernance sur l'élasticité de la rémunération totale à la performance.

Tableau 27 : Synthèse des principaux résultats.

Tableau 28 : Typologie des principaux biais en finance comportementale.

Tableau 29 : Distribution des dirigeants du CAC 40 par type de formation.

Tableau 30 : L'évolution du nombre d'articles sur la rémunération des dirigeants pour la période 2000-2010.

Tableau 31 : Répartition des articles selon les thèmes de gouvernance des entreprises pour l'année 2008.

Tableau 32 : Nombre d'articles publiés par support médiatique du 01 Mars 2009 au 31 mars 2009.

Tableau 33 : Le recours à un cas unique.

Tableau 34 : Résumé du codage selon la logique explicative dominante.

Tableau 35 : Résumé du codage selon l'intervention des mécanismes de gouvernance.

Tableau 36 : Nature des liens entre Antoine Zacharias et les membres du conseil d'administration.

Tableau 37 : Synthèse des principaux biais cognitifs repérés.

Tableau 38 : Titres de principaux journaux sur l'affaire Zacharias.

Tableau 39 : Exemple de quelques initiatives concernant la rémunération des dirigeants suite à de l'affaire Vinci.

# TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE .....	8
<b>PREMIERE PARTIE : LA SENSIBILITE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS FRANÇAIS A LA PERFORMANCE ET L'IMPACT DES PRESSIONS REGULATRICES.....</b>	<b>22</b>
1. INTRODUCTION.....	22
2. REVUE DE LA LITTERATURE ET HYPOTHESES .....	24
2.1. LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS DANS LE CADRE DE LA THEORIE DE L'AGENCE. ....	25
2.1.1. La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises.....	26
2.1.2. La sensibilité de la rémunération à la performance selon le type de structure de propriété.....	32
2.2. L'IMPACT DE LA REGULATION SUR LA SENSIBILITE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS A LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES .....	35
3. METHODOLOGIE .....	43
3.1. LA METHODE DE JENSEN ET MURPHY.....	44
3.2. DEFINITION DES VARIABLES.....	45
4. RESULTATS : UNE SENSIBILITE PLUS FORTE EN FRANCE QU'OUTRE-ATLANTIQUE	47
4.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES .....	47
4.2. REGRESSION .....	50
4.2.1. Les tests sur données de panel.....	51
4.2.2. Résultats .....	51
4.2.2.1. Sensibilité de la rémunération à la performance : une comparaison entre France et Etats-Unis. ....	55
4.2.2.2. L'hypothèse de la régulation.....	57
5. CONCLUSION PREMIERE PARTIE .....	60
<b>DEUXIEME PARTIE : GOUVERNANCE DES ENTREPRISES ET SENSIBILITE DE LA REMUNERATION A LA PERFORMANCE .....</b>	<b>63</b>
1. INTRODUCTION.....	63
2. REVUE DE LA LITTERATURE ET FORMULATION DES HYPOTHESES .....	65
2.1. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	68
2.1.1. La composition du conseil d'administration .....	69
2.1.2. La structure du pouvoir.....	71
2.2. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET COMITE DE REMUNERATION .....	73
2.3. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET STRUCTURE DE PROPRIETE .....	76
2.3.1. La concentration du capital .....	77
2.3.2. La nature des actionnaires.....	78
2.3.2.1. L'actionnariat des dirigeants.....	78
2.3.2.2. L'actionnariat des institutionnels.....	80
2.3.2.3. L'actionnariat des salariés .....	82
2.4. Conclusion .....	84
3. METHODOLOGIE .....	85
3.1. ECHANTILLON DE LA RECHERCHE.....	86
3.2. DEFINITION DES VARIABLES.....	86
3.2.1. Les variables dépendantes .....	87
3.2.2. Les variables indépendantes .....	90
3.2.2.1. Les caractéristiques du conseil d'administration .....	90
3.2.2.2. La présence du comité de rémunération.....	91
3.2.2.3. La structure de propriété.....	91
3.2.3. Les variables de contrôle.....	91
3.3. PRESENTATION DE LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE .....	93
3.3.1. Méthodologie de l'analyse empirique .....	93
3.3.2. Tests et outils statistiques.....	95

<b>4. RESULTATS</b> .....	97
<b>4.1. ANALYSE DESCRIPTIVE</b> .....	97
4.1.1. La politique de rémunération des dirigeants en France entre 2006 et 2010 .....	97
4.1.2. Description des variables explicatives.....	100
4.1.3. Description des variables de contrôle .....	103
<b>4.2. ANALYSE DE CORRELATION</b> .....	103
<b>4.3. ANALYSE DE REGRESSION</b> .....	106
4.3.1. Les tests sur données de panel.....	106
4.3.2. Présentation des régressions effectuées et interprétation des modèles.....	106
4.3.2.1. Sensibilité de la rémunération fixe à la performance et mécanismes de gouvernance .....	107
4.3.2.2. Sensibilité de la rémunération incitative à la performance et mécanismes de gouvernance.....	108
4.3.2.3. Sensibilité de la rémunération totale à la performance et mécanismes de gouvernance .....	110
<b>5. CONCLUSION</b> .....	111
<b>TROISIEME PARTIE : PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : CAS VINCI</b> .....	<b>114</b>
<b>1. INTRODUCTION</b> .....	114
<b>2. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : UNE ANALYSE THEORIQUE</b> .....	116
<b>2.1. CHOIX DU CADRE THEORIQUE</b> .....	116
<b>2.1.1. Gouvernance disciplinaire</b> .....	116
2.1.1.1. Approche actionnariale.....	117
2.1.1.2. Approche partenariale.....	118
<b>2.1.2. Gouvernance cognitive</b> .....	120
<b>2.1.3. Gouvernance comportementale</b> .....	121
<b>2.2. LA POLITIQUE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : OBJET ET COMPOSANTES</b> .....	122
<b>2.2.1. Les différentes composantes de la rémunération des dirigeants</b> .....	123
2.2.1.1. Salaire de base .....	123
2.2.1.2. Les incitations à court terme .....	123
2.2.1.3. Les incitations à long terme .....	124
2.2.1.4. Les avantages sociaux et non monétaires.....	125
<b>2.2.2. Les objectifs de la politique de rémunération des dirigeants</b> .....	126
2.2.2.1. Attirer le meilleur dirigeant .....	126
2.2.2.2. Fidéliser le dirigeant .....	126
2.2.2.3. Motiver le dirigeant .....	127
<b>2.3. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS DANS UN CADRE ELARGI DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE</b> .....	128
<b>2.3.1. Les déterminants disciplinaires du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants : perspective actionnariale</b> .....	129
<b>2.3.2. Remise en cause du rôle des mécanismes de gouvernance dans le cadre de l'approche disciplinaire actionnariale</b> .....	132
<b>2.3.3. Les déterminants disciplinaires du processus décisionnel de rémunération des dirigeants : perspective partenariale</b> .....	140
2.3.3.1. Les médias .....	141
2.3.3.2. Le recours judiciaire .....	147
<b>2.3.4. Les déterminants comportementaux du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants</b> .....	151
2.3.4.1. Les biais affectant les acteurs intervenant dans les instances de gouvernance.....	151
2.3.4.2. Les biais affectant le dirigeant .....	158
<b>3. LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE</b> .....	161
<b>3.1. LE CHOIX DE L'ETUDE DE CAS</b> .....	162
3.1.1. Justification de la méthodologie .....	162
3.1.2. Sélection et présentation du cas.....	164
<b>3.2. LA COLLECTE DES DONNEES ET LEUR ANALYSE</b> .....	167

3.2.1.	Les données collectées .....	167
3.2.2.	L'analyse des données .....	168
<b>4.</b>	<b>RESULTATS</b> .....	<b>170</b>
4.1.	<i>PRESENTATION DE L'ENTREPRISE</i> .....	170
4.2.	<i>CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX EVENEMENTS</i> .....	170
4.3.	<i>RESULTATS : LA POLITIQUE DE REMUNERATION CHEZ VINCI : UN PROCESSUS COMPLEXE ET DYNAMIQUE</i> .....	174
4.3.1.	Le processus décisionnel entre 2000 et 2004.....	176
4.3.2.	Antoine Zacharias, l'architecte de sa propre rémunération .....	178
4.3.2.1.	L'impact de l'enracinement d'Antoine Zacharias sur le processus décisionnel de sa rémunération .....	178
4.3.2.2.	L'influence des biais comportementaux .....	182
4.3.3.	Le processus décisionnel de rémunération des dirigeants dans une approche partenariale. ....	187
<b>5.</b>	<b>CONCLUSION</b> .....	<b>194</b>
	<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	<b>197</b>
	<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	<b>205</b>
	<b>LISTE DES FIGURES</b> .....	<b>240</b>
	<b>LISTE DES TABLEAUX</b> .....	<b>242</b>
	<b>TABLE DES MATIERES</b> .....	<b>244</b>
	<b>ANNEXES</b> .....	<b>247</b>

# ANNEXES

## ANNEXE 1 : LISTE DES ENTREPRISES DE NOTRE ECHANTILLON

ACCOR	ESSILOR INTERNATIONAL	PAGES JAUNES
AEROPORT DE PARIS	EULER HERMES	PEUGEOT
AIR LIQUIDE	EURAZEO	PPR
ALCATEL LUCENT	France TELECOM	PUBLICIS GROUPE
ALTEN	GDF SUEZ	RENAULT
ALTRAN TECHNOLOGIES	GECINA	REXEL
APRIL GROUPE	GROUPE EUROTUNNEL	RHODIA
AREVA	GROUPE METROPOLE TELEVISION	SAFRAN
ATOS ORIGIN	HAVAS	SAFT
AXA	ICADE	SAINT GOBAIN
BIC	ILIAD	SANOFI AVENTIS
BNP PARIBAS	IMERYS	SCHNEIDER ELECTRIC
BOURBON	IGENICO	SCOR SE
BOUYGUES	IMS	SEB
BUREAU VERITAS	IPSEN	SECHE ENVIRONEMENT
CAPGEMINI	IPSOS	SECHILLENNE SIDEC
CARREFOUR	JC DECAUX	SILIC
CASINO GUICHARD PERRACHON	KLEPIERRE	SOCIETE GENERALE
CGG VERITAS	L'OREAL	STALLERGENES
CIMENT Français	LAFARGE	TECHNILOR
CLUB MEDITERRANEE	LEGRAND	TECHNIP
CNP ASSURANCE	LVMH	TELEPERFORMANCE
CREDIT AGRICOLE	MAUREL&PROM	TF1
DANONE	MERSEN	THALES
DASSAULT SYSTEMES	NATIXIS	TOTAL
EADS	NEOPOST	UNIBAIL RODAMCO
EDF	NEXANS	VALEO
EDF ENERGIES NOUVELLES	NEXITY	VALLOUREC
EIFPAGE	NICOX	VEOLIA ENVIRONEMENT
ERAMET	ORPEA	VINCI
		VIVENDI

## ANNEXE 2 : PRESENTATION ET RESULTATS DES DIFFERENTS TESTS SUR LES DONNEES DE PANEL (PREMIERE PARTIE)

- **Test d'homogénéité**

Ce test consiste à vérifier si les effets individuels propres aux dirigeants sont significativement différents, c'est-à-dire tester l'hypothèse d'homogénéité dans les trois modèles. Cette hypothèse peut être vérifiée par le test de Fisher. L'hypothèse nulle (H0) de ce test est qu'il n'y a aucun effet individuel).

### Test de présence d'effet individuel

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3
Valeur de la statistique de Fisher	8,33	3,44	6,94
p-value	0,0041	0,0064	0,0087

Les résultats montrent une p-value très significative ( $p \leq 0,01$ ) pour les trois modèles, donc on rejette l'hypothèse nulle d'égalité des constantes. On peut conclure à partir de ce test qu'on dispose d'un effet spécifique dans les trois modèles. Du point de vue économétrique, l'existence de cet effet nous pousse à opter soit pour un modèle à effet fixe (Fixed-effect) soit pour un modèle à effet aléatoire (Random-effect). Le test d'Hausman est capable de spécifier la nature de l'effet (fixe ou aléatoire).

- **Test de spécification des effets individuels : Test de Hausman**

Le test de Hausman (1978) est un test de spécification des effets individuels. Il sert à discriminer les effets fixes et aléatoires. L'hypothèse nulle (H0) de ce test consiste à considérer que notre modèle théorique est bien spécifié et que les variables explicatives sont indépendantes des effets spécifiques (l'estimateur du modèle à effet aléatoire est meilleur que l'estimateur du modèle à effet fixe), contre l'hypothèse alternative (H1) où les effets spécifiques sont corrélés avec les variables explicatives :

$$\left\{ \begin{array}{l} H0 : E(\alpha_i \mid X_i) = 0 \\ H1 : E(\alpha_i \mid X_i) \neq 0 \end{array} \right.$$

Le résultat suit une loi  $\chi^2$  avec K-1 degrés de liberté. Sous  $H_0$ , le modèle présente des effets aléatoires et dans ce cas, on utilisera l'estimateur des MCG. Sinon, le modèle présente des effets fixes et l'estimateur *Within* est le plus approprié.

A partir du test de Hausman, on peut constater que la probabilité du test pour les trois modèles est supérieur à 5%, ce qui implique que les effets individuelles sont aléatoires et non fixes.

### Résultat du test de Hausman

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3
Test de Hausman	0,14	0,97	1,02
p-value	0,7058	0,3251	0,3125
Modèle de spécification	<b>Aléatoire</b>	<b>Aléatoire</b>	<b>Aléatoire</b>

- **Test d'hétéroscédasticité des erreurs**

L'hypothèse d'hétéroscédasticité impose que la variance des termes d'erreur ne soit pas constante pour toutes valeurs des variables explicatives. L'hétéroscédasticité ne biaise pas l'estimation des coefficients, mais l'inférence habituelle n'est plus valide puisque les écarts-types ne sont pas les bons. Pour tester l'hétéroscédasticité dans nos modèles, nous avons fait appel au test de Breush-Pagan. L'hypothèse nulle de ce test est que tous les coefficients de la régression des résidus au carré sont nuls. Les variables du modèle n'expliquent pas la variance observée donc il y a homoscédasticité. L'hypothèse alternative est l'hypothèse d'hétéroscédasticité. D'après les résultats trouvés, on peut constater que les modèles présentent un problème d'hétéroscédasticité.

### Résultat du test de Breush-Pagan

	Modèle1	Modèle2	Modèle3
Valeur de la statistique de Breush-Pagan	12,46	25,46	20,98
p-value	0,0004	0,0000	0,0000
Conclusion	<b>Hétéroscédasticité</b>	<b>Hétéroscédasticité</b>	<b>Hétéroscédasticité</b>

- **Test d'autocorrélation des erreurs**

Il y a autocorrélation des erreurs lorsque les termes d'erreurs des différentes observations ne sont pas indépendants. *STATA* réalise un test *Wooldridge* dont l'hypothèse nulle est celle d'absence d'autocorrélation des erreurs. Si on rejette cette hypothèse (si la valeur obtenue est supérieure à la valeur critique), les erreurs sont auto corrélées. Les résultats de ce test montrent l'absence d'autocorrélation pour les trois modèles.

**Résultat du test de Wooldridge**

	Modèle1	Modèle2	Modèle3
Valeur de la statistique de Wooldridge	0,962	3,519	3,692
p-value	0,3296	0,0638	0,0578
Conclusion	<b>Absence d'autocorrélation des erreurs</b>	<b>Absence d'autocorrélation des erreurs</b>	<b>Absence d'autocorrélation des erreurs</b>

### **ANNEXE 3 : LES CRITERES DEFINIS PAR LE RAPPORT BOUTON POUR QUALIFIER UN ADMINISTRATEUR D'INDEPENDANT**

- *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'affaires, banquier de financement significatif de la Société ou de son Groupe 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 la Société au cours des cinq années précédentes;*
- *Ne pas être administrateur de la Société depuis plus de douze ans.*

*Source Rapport Bouton (2002, p.10)*

**ANNEXE 4 : COMPOSITION DU COMITE DES REMUNERATIONS DES ENTREPRISES DE NOTRE ECHANTILLON AU 31 DECEMBRE 2010**

Société	Nombre total	Non indépendant	Indépendant	
			dirigeant	autre
ACCOR	5	2	3	0
AEROPORT DE PARIS	3	2	1	0
AIR LIQUIDE	4	1	2	1
ALCATEL LUCENT	3	0	2	1
ALTEN	4	4	0	0
ALTRAN TECHNOLOGIES	5	3	0	2
AREVA	3	1	2	0
ATOS ORIGIN	4	2	2	0
AXA	5	0	2	3
BIC	3	1	2	0
BNP PARIBAS	4	0	2	2
BOURBON	4	1	1	2
BOUYGUES	2	1	1	0
BUREAU VERITAS	3	1	1	1
CAPGEMINI	4	0	2	2
CARREFOUR	4	1	1	2
CASINO GUICHARD PERRACHON	4	1	2	1
CGG VERITAS	4	1	0	3
CIMENT Français	3	1	1	1
CLUB MEDITERRANEE	4	1	3	0
CNP ASSURANCE	5	1	4	0
CREDIT AGRICOLE	5	2	0	3

DANONE	3	1	1	1
DASSAULT SYSTEMES	2	0	2	0
EADS	4	2	2	0
EDF	3	1	1	1
EDF ENERGIES NOUVELLES	3	2	0	1
EIFFAGE	2	1	1	0
ERAMET	3	0	2	1
ESSILOR INTERNATIONAL	3	0	1	2
EULER HERMES	3	1	0	2
EURAZEO	4	2	1	1
France TELECOM	3	1	1	1
GDF SUEZ	5	1	2	2
GECINA	5	0	2	3
GROUPE EUROTUNNEL	4	0	4	0
GROUPE METROPOLE TELEVISION	3	1	0	2
HAVAS	3	0	0	3
ICADE	4	3	0	1
ILIAD	3	0	3	0
IMERYS	3	1	2	0
IGENICO	6	4	2	0
IMS	3	1	1	1
IPSEN	3	1	1	1
IPSOS	3	1	0	2
JC DECAUX	2	1	1	0
KLEPIERRE	4	2	2	0

L'OREAL	3	2	1	0
LAFARGE	6	2	3	1
LEGRAND	5	4	1	0
LVMH	3	1	0	2
MAUREL&PROM	3	1	1	1
MERSEN	5	1	2	2
NATIXIS	6	3	3	0
NEOPOST	4	2	0	2
NEXANS	3	1	1	1
NEXITY	3	0	3	0
NICOX	3	2	0	1
PAGES JAUNES	3	2	0	1
PEUGEOT	5	2	3	0
PPR	5	0	3	2
PUBLICIS GROUPE	4	2	1	1
RENAULT	4	0	2	2
REXEL	6	3	2	1
RHODIA	4	0	3	1
SAFRAN	6	2	2	2
SAFT	3	1	1	1
SAINT GOBAIN	4	1	2	1
SANOFI AVENTIS	5	2	2	1
SCHNEIDER ELECTRIC	5	2	2	1
SCOR SE	3	1	1	1
SEB	4	2	1	1
SECHILLENNE SIDEC	3	1	1	1

SILIC	2	0	1	1
SOCIETE GENERALE	4	1	2	1
STALLERGENES	3	2	1	0
TECHNILOR	3	0	1	2
TECHNIP	3	2	1	0
TELEPERFORMANCE	3	2	0	1
TF1	2	1	1	0
THALES	3	2	0	1
TOTAL	5	1	2	2
UNIBAIL RODAMCO	5	1	3	1
VALEO	5	1	1	3
VALLOUREC	4	1	2	1
VEOLIA ENVIRONEMENT	4	1	3	0
VINCI	3	0	3	0
VIVENDI	5	2	2	1
<b>Total</b>	<b>331</b>	<b>111</b>	<b>130</b>	<b>90</b>

## ANNEXE 5 : RESULTATS DES TESTS DE PANEL (DEUXIEME PARTIE)

- Test de spécification des effets individuels

On peut constater que F de Fisher admet une plus-value très significative ( $p \leq 0,01$ ) pour les modèles 1 et 5. Donc, on peut conclure à partir de ce test que seuls ces deux modèles disposent d'effets individuels (effet fixe ou effet aléatoire). Le test de Hausman est capable de spécifier la nature de l'effet. L'hypothèse nulle de ce test consiste à considérer que notre modèle théorique est bien spécifié et que les variables explicatives sont indépendantes des effets spécifiques (l'estimateur du modèle à effet aléatoire est meilleur que l'estimateur du modèle à effet fixe), contre l'hypothèse alternative où les effets spécifiques sont corrélés avec les variables explicatives (l'effet fixe est préféré à l'effet aléatoire).

### Résultats des tests de spécification des effets individuels

Modèle	Statistique de Fisher	p-value	Conclusion
Modèle 1	2,45	0,0061	Effet individuel
Modèle 2	0,86	0,5753	Aucun effet individuel
Modèle 3	0,55	0,8717	Aucun effet individuel
Modèle 4	1,24	0,2598	Aucun effet individuel
Modèle 5	2,97	0,0009	Effet individuel
Modèle 6	0,17	0,9989	Aucun effet individuel

- Test d'Hausman

On peut constater que l'hypothèse nulle du test d'Hausman est rejetée ( $p \leq 0,01$ ). Corollairement, il existe une corrélation entre les spécificités individuelles des entreprises. Dans ce cas, l'estimateur du modèle à effet fixe sera plus adéquat pour les modèles 1 et 5.

### **Résultats du test de Hausman**

	Modèle 1	Modèle 5
Valeur du chi-deux	27,23	35,94
p-value	0,0042	0,0002
Modèle de spécification	Effet fixe	Effet fixe

- **Test d'hétéroscédasticité des erreurs**

On parle d'homoscédasticité lorsque le risque de l'amplitude de l'erreur est constant dans le temps. Pour ce test, nous utilisons la méthode de Breush-Pagan qui consiste à vérifier si le carré des résidus peut être expliqué par les variables du modèle. Si c'était le cas, on parlerait d'hétéroscédasticité. L'hypothèse nulle de ce test est que tous les coefficients de la régression des résidus au carré sont nuls. Les variables du modèle n'expliquent pas la variance observée donc il y a homoscédasticité. L'hypothèse alternative est l'hypothèse d'hétéroscédasticité. On remarque que tous les modèles rejettent l'hypothèse nulle d'homoscédasticité. La correction de celle-ci peut être faite soit par la méthode des moindres carrées généralisées (MCG) soit par la méthode des carrées ordinaires et corriger les écarts types par la méthode d'Eicker-White. Seule la deuxième solution est utilisée ici en raison de sa simplicité<sup>127</sup>.

### **Résultats du test de Breush-Pagan**

Modèle	Statistique de Breush and Pagan	p-value	Conclusion
Modèle 1	240,30	0,0000	Hétéroscédasticité
Modèle 2	539,81	0,0000	Hétéroscédasticité
Modèle 3	654,91	0,0000	Hétéroscédasticité
Modèle 4	545,91	0,0000	Hétéroscédasticité
Modèle 5	400,10	0,0000	Hétéroscédasticité
Modèle 6	124,02	0,0000	Hétéroscédasticité

---

<sup>127</sup> Dans Stata, il suffit d'ajouter l'option *robust* à la régression pour corriger les écarts-types.

- Test d'autocorrélation des erreurs

Il y a autocorrélation des erreurs lorsque les termes d'erreurs des différentes observations ne sont pas indépendants. *STATA* réalise un test de Wooldridge dont l'hypothèse nulle est celle d'absence d'autocorrélation des erreurs. Si on rejette cette hypothèse, les erreurs sont autocorrélées. Les résultats montrent l'absence d'autocorrélation pour les six modèles.

### **Résultats du test de Wooldridge**

Modèle	Statistique de Wooldridge	p-value	Conclusion
Modèle 1	5,733	0,0189	Absence d'autocorrélation des erreurs
Modèle 2	4,999	0,0281	Absence d'autocorrélation des erreurs
Modèle 3	1,956	0,1657	Absence d'autocorrélation des erreurs
Modèle 4	3,968	0,0496	Absence d'autocorrélation des erreurs
Modèle 5	2,092	0,1519	Absence d'autocorrélation des erreurs
Modèle 6	1,128	0,2912	Absence d'autocorrélation des erreurs

## ANNEXE 6 : LISTE DES CODES THEMATIQUES

Ce sont des codes inférentiels ou explicatifs qui illustrent un thème ou un pattern. Ils sont habituellement attachés à des mots, locutions, phrase ou paragraphe (Miles et Huberman, 2003).

Thème	Description	Exemple de segments de textes codés
Le pouvoir du dirigeant	Code thématique regroupant des segments de textes relatifs à l'enracinement du dirigeant grâce aux réseaux qu'il entretient avec les administrateurs.	<p>« ...et Serge Michel, l'un de ses prédécesseurs à la SGE et de ses plus proches administrateurs. Il est aussi très lié avec Alain Dinin, président de Nexity (l'ex-CGIS) et membre de son conseil. <b><u>Les deux hommes se sont connus à la Générale et se croisent à l'Automobile-Club de France</u></b> » (L'Expansion, 1 juin 2004).</p> <p>« Donc c'est pour vous donner l'ambiance, c'était un conseil d'administration tel que c'était, à la française, dans le temps, et comme il y en a encore maintenant dans certaines entreprises. <b><u>C'est une rencontre entre copains</u></b>, pour se voir, pour discuter pour discuter, pour voter, pour se tenir au courant par ce qu'il faut savoir de quoi ils parlent, mais c'était ça quoi » (Entretien avec Denis Vernoux, administrateur du groupe).</p>

<p>Rôle du conseil d'administration</p>	<p>Code thématique regroupant des passages de textes relatifs au rôle joué par le conseil d'administration dans la fixation de la rémunération des dirigeants.</p>	<p>« <b><u>Le conseil d'administration avait décidé en 2000</u></b> d'attribuer à M. Zacharias une prime de départ égale à trois fois le montant de sa dernière rémunération annuelle » (Agence France Presse, 16 mai 2006).</p> <p>« <b><u>Le conseil d'administration de Vinci a décidé que son PDG sera désormais rémunéré en fonction de l'évolution de six indicateurs d'égale importance</u></b> : le résultat net par action, le retour sur capitaux investis, le dividende par action, l'autofinancement, l'évolution du cours de l'action dans l'absolu, et son évolution par rapport à l'indice CAC 40 et à un panier de titres d'entreprises européennes du même secteur (ACS Dragados, ASF, Autostrade, Bilfinger &amp; Berger, Eiffage, Hochtief et Skanska). » (Les Echos, 9 septembre 2004).</p>
<p>Rôle du comité des rémunérations</p>	<p>Code thématique désignant le rôle attribué au comité des rémunérations dans la formulation des propositions</p>	<p>« <b><u>Quatre mois plus tard, le nouveau comité, présidé par le parlementaire britannique Quentin Davies, proposait que la rémunération du patron soit totalement indexée sur les résultats, une première pour les entreprises du CAC 40</u></b> » (L'Expansion, 25 mars 2010).</p> <p>« <b><u>Une fois renouvelé, le comité adopte en 2004 les nouvelles règles.</u></b> Les salaires bruts annuels du PDG passent de 2,9 M€ à 3,3 M€ en 2004 et à 4,2 M€ en 2005. Ce qui gonfle le montant de sa retraite et de ses indemnités de départ » (Le Parisien, 25 mars 2010).</p>

<p>Consultants en matière de rémunération des dirigeants</p>	<p>Code thématique rassemblant des segments de textes décrivant les recommandations proposées par les conseillers externes en rémunération</p>	<p>« Pour cela, <b><u>le comité des rémunérations a demandé l'avis de Towers Perrin</u></b> qu'est un cabinet spécialisé dans les ressources humaines. Ce Cabinet a émis des réserves sur cette forme de rémunération, car elle présente des risques inflationnistes». (Entretien avec Denis Vernoux, Administrateur du groupe).</p> <p>« les recommandations du cabinet spécialisé Towers Perrin, dont Quentin Davies avait demandé l'assistance et qui avaient pointé le risque inflationniste lié à l'application à compter de 2004 d'une nouvelle formule de rémunération entièrement variable » (Jugement de la cour d'appel).</p>
<p>Recours judiciaire</p>	<p>Cadre thématique relatif au rôle joué par l'environnement juridique dans l'affaire Vinci.</p>	<p>« <b><u>Une plainte contre X</u></b> avec constitution de partie civile pour <b><u>abus de biens sociaux</u></b> a été déposée mardi auprès du <b><u>tribunal de grande instance de Nanterre</u></b> (Hauts-de-Seine) par des actionnaires du groupe Vinci après la démission du patron » (Agence France Presse, 21 juin 2006).</p> <p>« L'ex-PDG de Vinci, Antoine Zacharias, <b><u>a été condamné, hier, à une amende de 375 000 €.</u></b> Infirmité la relaxe prononcée en mars 2010 par le tribunal correctionnel de Nanterre, la cour d'appel de Versailles a jugé que l'ancien patron du groupe de BTP, dont le montant du parachute doré avait fait scandale lors de son départ à la retraite, s'est rendu coupable d'abus de pouvoir » (Le Parisien, 25 mai 2011).</p>

Le rôle des médias	Cadre thématique englobant des segments de textes décrivant le rôle des médias	<p>« <i>Le sujet a beaucoup agité le petit monde patronal, un vif débat opposant ceux qui étaient partisans d'ignorer le cas jugé déviant de Vinci - par ailleurs corrigé par son conseil sous la pression du nouveau patron, Xavier Huillard, <b><u>et des médias</u></b> -, et ceux qui jugeaient nécessaire d'apporter une réponse patronale à une question qui a choqué l'opinion publique</i> » (La Tribune, 10 janvier 2007).</p> <p>« <i>Après sa démission fracassante en juin 2006 de la tête de Vinci, un groupe qu'il a hissé en dix ans aux premières places mondiales des groupes de BTP, de concessions de parkings et d'autoroutes européens, ce retraité de 68 ans est assis aujourd'hui sur un tas d'or. Un tas d'or de 120 millions d'euros de stock-options qui a valu à ce grand patron, jusque-là plutôt discret, <b><u>la une des journaux</u></b>, la désapprobation de l'opinion publique et les flèches acérées du microcosme</i> » (Le Parisien, 9 octobre 2007).</p>
--------------------	--	---

<p>La réaction de l'ensemble des parties prenantes</p>	<p>Code thématique décrivant le rôle joué par l'ensemble des parties prenantes (actionnaires minoritaires, salarié, opinion publique ...)</p>	<p>« <i>Le phénomène s'explique à la fois par une "attitude plus mesurée des sociétés" et par la <b><u>pression conjointe des actionnaires et de l'opinion publique</u></b>», comme l'a montré la démission forcée du président de Vinci Antoine Zacharias, accusé de s'être attribué des rémunérations exorbitantes »</i></p> <p>(Agence France Presse, 13 décembre 2006).</p> <p>« <b><u>Pour l'opinion publique</u></b> il a incarné le prototype du patron voyou, après que sa rémunération a été révélée. Les chiffres donnent, il est vrai, le vertige : des salaires annuels de 3,3 millions d'euros en 2004, puis de 4,2 millions en 2005, une indemnité de départ fixée à 12,8 millions, une retraite complémentaire annuelle à 2,1 millions, sans compter les plans de stock-options. » (Les Echos, 25 mars 2010).</p>
<p>Les biais comportementaux</p>	<p>Code thématique décrivant un certain nombre de biais comportementaux ayant influencés les décisions prises à la fois par les administrateurs et les dirigeants.</p>	<p>« <i>Tel que je les connais, ils ont, <b><u>ils étaient incapables de dire non à Zacharias</u></b>. Il faut dire qu'il avait une certaine prestance ! Ce n'était pas n'importe qui Zacharias ; Il avait le pouvoir, et les gens, souvent, s'inclinent devant le pouvoir »</i></p> <p>Entretien avec Denis Vernoux, administrateur du groupe).</p>

Après l'affaire	Code thématique relatif aux conséquences de l'affaire Vinci sur la politique de rémunération des dirigeants	« <u><i>Il (Xavier Huillard) passe pour un petit joueur à côté de son célèbre prédécesseur, Antoine Zacharias.</i></u> Mais il encaisse tout de même 2 millions d'euros cette année, plus de deux fois son salaire fixe » (L'Expansion, 1 janvier, 2010).
-----------------	--	---

## ANNEXE 7 : SCHEMA D'ANALYSE PROCESSUELLE DU CAS VINCI

Le pouvoir du dirigeant	Antoine Zacharias entretient des relations d'amitié et d'affaires avec les membres du conseil d'administration et du comité des rémunérations										
La politique de rémunération avant 2006	attribution massive des stock-options				Le déflafonnement et l'indexation totale sur la performance a entraîné une augmentation de salaire totale de 44%						
Le rôle du conseil d'administration					Le conseil d'administration décide que la rémunération soit entièrement variable			Le conseil d'administration décide de ne pas attribuer la prime de 8 millions d'euros			
Le rôle du comité de rémunération					Le comité des rémunérations proposait que la rémunération de Zacharias soit totalement indexé sur les résultats			Le comité des rémunérations propose une prime de 8 millions d'euros			
L'assistance des consultants en rémunération					Towers Perrin exprime des réserves sur une rémunération entièrement variable						
Le recours judiciaire								Une plainte contre A. Zacharias pour abus des biens sociaux a été déposée par des actionnaires minoritaires		Début de procès d'Antoine Zacharias pour abus de biens sociaux et sa relaxation	Antoine Zacharias a été condamné à une amende de 375000 pour abus du pouvoir
Le rôle des médias	Plusieurs journaux publient annuellement les montants attribués à A. Zacharias et en particulier les plus-value sur les stock-options							La publication de la lettre envoyée par Huillard à tous les administrateurs+ L'affaire Zacharias a fait l'une des journaux			
La réaction des parties prenantes								Les actionnaires minoritaires et les salariés considèrent les montants touchés par Zacharias sont disproportionnés ce qui peut porter préjudice à la société			
Les biais comportementaux					La soumission à l'autorité éprouvée par les administrateurs et le comportement narcissique d'Antoine Zacharias						
L'après affaire								Le groupe décide de ne pas attribuer des stock-options			
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2010	2011	

**ANNEXE 8 : EXTRAIT DE LA LETTRE ENVOYEE PAR XAVIER HUILLARD AUX  
ADMINISTRATEURS DE GROUPE**

« *Les mobiles de ma révocation sont indignes...La responsabilité de chacun des membres du conseil d'administration est, selon ses votes, susceptible d'être engagée...On veut aujourd'hui m'éliminer parce que je veux m'opposer à la déstabilisation ...du groupe orchestré par un nouveau directeur général...Lors de sortie totale de la SGE du groupe Vivendi, début 2000, il est installé un nouveau comité des rémunérations au sein du conseil composé en particulier de Serge Michel et Alain Minc. Les conflits d'intérêts sont alors évidents compte tenu des contrats liant Vinci à ces deux administrateurs (Soficot et AM Conseil), qui touchent également 1% de la transaction GTM, soit plus de 10 millions d'euros. Le salaire de M. Zacharias étant déjà très élevé, le comité des rémunérations ne veut pas l'augmenter et décide en contrepartie de le graver en stock-options...Cela ne lui suffisant pas et MM. Minc et Michel ne pouvant plus résister, M. Zacharias modifie en 2004 le comité des rémunérations et y fait entrer en particulier Alain Dinin...ce qui lui fait atteindre en 2005 le sommet de 4,3 millions d'euros qui servira de base à sa retraite complémentaire...Dans le même temps, M. Zacharias décide de doter le groupe d'un pied-à-terre parisien et entreprend, pour un coût total d'environ 50 millions d'euros l'achat, la structuration et la décoration intérieur d'un ensemble destiné à loger les trois membres de la présidence du groupe... Constatant l'inaction des administrateurs et après en avoir parlé à M. Minc, je prends l'initiative d'une lettre manuscrite personnelle qui n' d'autre objet que de protéger M. Zacharias contre ses propres excès. A dater de cette lettre, M. Zacharias a une volonté manifeste de m'éliminer...M. Zacharias n'est plus mû que pour l'argent... »*

*Source : Le Parisien (2 juin 2006) ; Mauduit (2007).*

## RESUME

L'objectif de ce travail a été de cerner les différents acteurs et mécanismes qui pourraient avoir la capacité de fixer la rémunération des dirigeants ainsi que la logique avec laquelle les décisions sont prises. Pour répondre à cette problématique, nous avons retenu une démarche en trois articles dans lesquels nous définissons une question de recherche pour chacun. Tout d'abord, nous nous intéressons au lien entre rémunération et performance dans le contexte français. Ensuite, nous mettons l'accent sur le rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants français. Enfin nous étudions les différents acteurs et mécanismes qui interviennent dans la fixation de la politique de rémunération des dirigeants. Pour chaque article, nous développons un cadre conceptuel sur la base de deux perspectives théoriques complémentaires. Les deux premiers articles se positionnent dans la perspective disciplinaire actionnariale, alors que le troisième article se place dans une perspective élargie de la gouvernance. Les cadres théoriques présentés ont été confrontés à l'épreuve de la réalité. Cette mise à l'épreuve a été réalisée par l'intermédiaire de méthodes quantitatives pour les articles 1 et 2 (méthodes statistiques de régression linéaire), et qualitatives pour l'article 3 (étude du cas Vinci). Nos résultats montrent tout d'abord, que la rémunération des dirigeants des sociétés cotées françaises est positivement liée à la richesse des actionnaires. En outre, et contrairement à l'hypothèse politique de Roe (2001), la rémunération globale des dirigeants français a un effet incitatif plus important que dans les entreprises américaines. Ensuite, aucun des mécanismes étudiés (conseil d'administration, comité des rémunérations et structure de propriété) n'a un impact significatif sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Enfin, le processus décisionnel concernant la rémunération du dirigeant peut être fortement influencée par le dirigeant lui-même (en raison des réseaux relationnels ou bien des biais comportementaux) ainsi que d'autres mécanismes de gouvernance partenariale (médias et recours judiciaire).

*Mots clés : Rémunération des dirigeants, performance, conseil d'administration, comité des rémunérations, structure de propriété, gouvernance élargie, réseaux sociaux, médias, recours judiciaire, biais comportementaux.*

## ABSTRACT:

The objective of this research was to identify the different processes and key actors involved in defining executive's income but also the logic with which decisions are made. To address this issue, a three-step approach was used in which a research question was raised in each one. First of all, the link between performance and income in the French context will be assessed. Then, the role of governance mechanisms on executives 'salary will be established. Finally, the different actors and mechanisms in determining salary's policy will be analyzed. For each article, a conceptual framework was developed based on two complementary theoretical perspectives. The first two items are positioned in the disciplinary perspective shareholder, while the third item is placed in wider governance. Theoretical frameworks presented were faced with the test of reality. This Analysis was conducted through quantitative method for items 1 and 2 (linear regression) and qualitative method in the third article (Vinci case study). The first results show that CEO's incomes from listed French companies are positively related to shareholder wealth. In addition, and contrary to Roe's hypothesis (2001), the total compensation of French leaders have an incentive base greater than in U.S. companies. Secondly, none of the mechanisms studied (board of directors, compensation committee and ownership structure) has a significant impact on the sensitivity of Salary - performance. Finally, the decision-making process concerning executive's compensation may be strongly influenced by the leader himself (due to relational networks or behavioral biases) and other stakeholder governance mechanisms (media and judicial remedy).

*Key words: Executive Compensation, Performance, Board of Directors, Compensation Committee, ownership structure, wider governance, social networks, media, judicial remedy, behavioral biases.*