



U – PANTHÉON - SORBONNE –
UNIVERSITÉ PARIS 1



Les cahiers du CERGORS



U – PANTHÉON - SORBONNE –
UNIVERSITÉ PARIS 1

*Centre d'Etudes et de Recherches
sur la Gestion des Organisations et des Relations Sociales
17, rue de la Sorbonne – 75231 PARIS Cedex 05
<http://cergors.univ-paris1.fr>*

*Directeur de la publication :
M. le Professeur Jean-François AMADIEU*

*Numéro 2
Septembre 2005*

Les cahiers du CERGORS

Numéro 2 - Septembre 2005

Université Paris I – Panthéon Sorbonne

Directeur de publication : Professeur Jean-François Amadiou

**GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET REMUNERATION DES
DIRIGEANTS EN FRANCE :
VARIATION SUR LA TRANSPARENCE ET LA PERFORMANCE**

Charles-Henri d'Arcimoles
Professeur à l'Université Paris I – Panthéon Sorbonne
et
Julien Le Maux
Maître de Conférences à l'Université Paris I – Panthéon Sorbonne

Coordination : Sophie Landrieux-Kartochian
Les Cahiers du CERGORS sont téléchargeables gratuitement à partir du site du CERGORS
(<http://cergors.univ-paris1.fr>).

Sommaire

1. DES REMUNERATIONS EN QUETE DE LEGITIMITE	3
1. 1. Niveau, évolution et structure des rémunérations : données et controverses.....	4
<i>1.1.1. Données comparatives.....</i>	<i>4</i>
<i>1.1.2. Enjeux et questionnements</i>	<i>5</i>
1.2. Le cas particulier des stock-options.....	7
<i>1.2.1. Les avantages attendus.....</i>	<i>8</i>
<i>1.2.2. Les effets pervers</i>	<i>8</i>
2. UNE RECHERCHE SUR DONNEES FRANÇAISES	9
2.1. Hypothèses de recherches.....	10
<i>2.1.1. Rémunération et transparence.....</i>	<i>10</i>
<i>2.1.2. Rémunération et performance</i>	<i>12</i>
2.2. Résultats de l'étude	14
<i>2.2.1. Présentation de l'échantillon</i>	<i>14</i>
<i>2.2.2. Quelques exemples « exceptionnels » en matière de rémunération.....</i>	<i>14</i>
<i>2.2.3. Résultats empiriques.....</i>	<i>16</i>
BIBLIOGRAPHIE	21
ANNEXES	23

**GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET REMUNERATION DES
DIRIGEANTS EN FRANCE :
VARIATION SUR LA TRANSPARENCE ET LA PERFORMANCE**

Charles-Henri d'Arcimoles et Julien Le Maux

La rémunération des dirigeants a fait l'objet, depuis de nombreuses années, d'études académiques diverses qui tentaient notamment de mesurer la légitimité des montants attribués et leurs liens avec la performance. Magnan et *al.* [2000] proposent une large revue de la littérature indiquant que les décisions portant sur la rémunération des dirigeants reposent sur un triple enjeu : économique, politique et symbolique. Economique, car la décision est de nature financière avec un objectif d'incitation, devant être expliqué et accepté par les actionnaires ; politique, car cette question prend souvent la forme d'un débat d'ordre démagogique plus que constructif ; symbolique enfin, car le montant versé peut devenir le point d'orgue de la critique faite à l'équipe de direction d'une société.

Dans ces conditions, face à une littérature abondante, nous avons choisi une approche originale à deux titres. Tout d'abord, nous posons ici la question de la transparence des sociétés en matière de rémunération et présentons une analyse de celle-ci. Ensuite, nous réfutons l'hypothèse d'homogénéité de l'équipe de direction pour proposer une analyse plus détaillée du seul président qui, à notre avis, est une image plus représentative du groupe de sociétés que les autres directeurs généraux.

Pour répondre à cette double problématique, nous aborderons, dans un premier temps, le champ existant de la littérature afin d'en extraire les éléments essentiels. Puis, dans un second temps, nous exposerons les résultats de notre étude empirique effectuée sur les entreprises françaises appartenant au SBF 120.

1. DES REMUNERATIONS EN QUETE DE LEGITIMITE

Selon l'enquête parue dans *La vie française*, les rémunérations moyennes des PDG des plus grandes entreprises françaises ont progressé en 2003 de plus de 10 % (parts fixe, variable et jetons de présence). Ces chiffres sont confirmés par ceux du cabinet d'étude Proxinvest pour les sociétés du seul CAC 40. Les résultats de Proxinvest soulignent par ailleurs, et ce détail n'est pas sans importance, que la rémunération moyenne des équipes dirigeantes du CAC 40 est en baisse de 8,62% sur 2003. Ainsi les PDG des plus grandes sociétés françaises semblent bénéficier d'un traitement spécifique et particulièrement favorable, avec une rémunération moyenne de plus de 2 millions d'euros, auxquels s'ajoutent en moyenne plus de 5 millions

d'euros de gains sur les stock-options. La légitimité de ces chiffres pose inévitablement question, et la réponse n'est à pas à chercher parmi d'autres excès, ceux du sport ou de la variété. Les dirigeants font en effet partie de l'entreprise. Ils sont membres de son corps social, et c'est donc bien dans ce cadre de référence, et non dans un autre, qu'il faut chercher une explication, sinon une justification, à de tels écarts. L'accessibilité des données permet aujourd'hui de poser sur des bases plus objectives la question des enjeux éthiques et organisationnels de ces rémunérations.

1. 1. Niveau, évolution et structure des rémunérations : données et controverses

1.1.1. Données comparatives

Le principal argument avancé pour justifier de tels niveaux de rémunération est classiquement celui du marché et des comparaisons internationales. Il est vrai que la référence des Etats-Unis donne encore une belle marge de progression, la moyenne des gains annuels (rémunération et stock-options) pour les vingt premiers dirigeants aux Etats-Unis avoisinant les 45 millions de dollars, selon l'enquête parue dans *Forbes* en 2004. Mais si on se limite à l'Europe, la situation des dirigeants français apparaît très enviable. C'est en tout cas ce que montre l'enquête de l'European Corporate Governance Institute (l'ECGI). Selon cet institut, basé à Bruxelles, et sur la base d'une comparaison des 300 plus grandes entreprises européennes cotées, le salaire moyen s'établit à 1,33 million d'euros sur les 6 pays étudiés. Les PDG français sont par ailleurs ceux dont la part variable est la plus élevée, dépassant les 47 %, pour une moyenne européenne de 39,61 %.

Rémunération annuelle moyenne des PDG (source ECGI – en euros, brut avant impôts)

Pays	Salaire moyen	Dont fixe	Dont variable
France	1 849 899	51,77 %	47,12 %
Royaume-Uni	1 546 408	56,23 %	31,59 %
Pays-Bas	1 374 705	48,63 %	40,81 %
Allemagne	1 182 435	42,47 %	47,06 %
Italie	1 049 994	52,97 %	37,68 %
Suède	982 943	64,56 %	33,43 %

Au delà de ces comparaisons toujours utiles, cette rémunération moyenne cache surtout deux autres réalités très importantes pour pouvoir apprécier la situation.

- La première est la grande disparité observée entre les entreprises, pas seulement selon leur taille, qui est un élément explicatif connu du niveau des rémunérations, mais aussi selon la structure de leur capital et l'existence ou pas d'un actionnaire de référence. Dans ce dernier cas, à capital contrôlé ou familial, les rémunérations sont sensiblement plus faibles. Cette situation pourrait s'expliquer par les modèles d'agence. Face à un actionnariat dispersé, les dirigeants bénéficient en effet de marges de manœuvre supérieures, ce qui augmente les coûts de leur contrôle par la rémunération. Mais l'explication peut aussi venir des rapports de force, et pas seulement de l'autonomie laissée aux dirigeants. Moins contrôlés, ceux-ci seraient alors meilleure position pour

obtenir de leur CA la satisfaction de leurs exigences monétaires. Ainsi le problème des actionnaires n'est-il pas seulement de s'assurer la diligence de leurs mandataires, mais aussi de pouvoir maîtriser leur recherche de pouvoir au sein même des instances de gouvernance. Cette thèse est aujourd'hui la plus couramment avancée pour expliquer les avantages octroyés à certains dirigeants, alors que la situation de l'entreprise ne le justifie pas, et que les conseils semblent n'avoir pas pu ou voulu s'y opposer. Cette capacité d'action des conseils et autres instances n'est pas liée à la compétence des administrateurs, ni même au respect formaliste des règles de gouvernance. C'est bien davantage une question d'organisation, de moyens, et de volonté politique¹.

- La seconde question est celle de l'évolution générale de ces chiffres et des écarts croissants qu'elle manifeste entre la situation respective des dirigeants, des salariés et des actionnaires. Pour le cas des salariés, les chiffres atteignent de telles proportions que le débat semble presque vain. En 2003, la rémunération moyenne totale des dirigeants du CAC 40 représente encore 400 fois le SMIC, après avoir atteint un pic de 554 SMIC en 2001. Ces chiffres sont d'ailleurs très proches de ceux constatés aux Etats-Unis. Ainsi, entre 1970 et 1999, les salaires des cent dirigeants américains les mieux payés ont été multipliés par 30 en dollars constants alors que le salaire moyen américain augmentait entre 15 % et 20 %, selon une étude de Thomas Piketty et Emmanuel Saez [2003]. Hors stock-option, le salaire a tout de même été multiplié par dix. D'après différentes estimations, le multiple entre les plus hautes rémunérations, y compris les stock-options, et les plus bas salaires est passé de 40 à la fin des années 1970 à 500 au plus haut de la bulle Internet en 2000. Pour le cas des actionnaires, la crise boursière qui sévit depuis 3 ans leur a permis de constater la déconnection manifeste entre leurs gains, le plus souvent des pertes, et ceux des dirigeants. Sans même évoquer les situations visiblement abusives dont la presse se fait largement l'écho, cette différence entre le sort récent des actionnaires et celui des dirigeants ne fait que confirmer une situation que les travaux de recherche n'ont cessé de démontrer depuis longtemps déjà. Le moment est peut-être venu de tirer de ces recherches les enseignements qui s'imposent.

1.1.2. Enjeux et questionnements

Les travaux menés sur la rémunération des dirigeants sont essentiellement consacrés à la question de ses effets sur les comportements et les résultats. La question de la légitimité, voire de l'équité, est d'abord posée en termes économiques, par le constat éventuel d'une meilleure performance de l'entreprise. Sur ce point, l'étude de référence de Jensen et Murphy, parue en 1990, a clairement montré l'absence de relation entre la rémunération des dirigeants et l'évolution de la valeur boursière. Les travaux qui se sont succédés depuis ont pour la plupart abouti aux mêmes conclusions. La contradiction la plus nette est apportée par Hall et Liebman [1998] qui, intégrant la valeur des stock-options, montrent l'existence d'un lien significatif entre rémunération et performance. De fait, d'après leurs résultats, la réévaluation des options et actions détenues compte pour 98 % du lien observé. Il semble bien finalement que la différence de temporalité entre les deux études, 1969-1983 pour la première, 1980-1998 pour la seconde, explique en grande partie l'opposition de leurs résultats. Compte tenu de l'importance progressive des stock-options dans la rétribution globale pendant les années 80,

¹ La recherche de Sonnenfeld (2002) est sur ce point intéressante, qui montre bien que les sociétés américaines récemment impliquées dans les scandales que l'on sait présentaient toutes un CA conforme aux règles et standard de bonne gouvernance.

il n'est pas étonnant d'observer pareilles corrélations. En tout état de cause, le résultat de Hall et Liebman [1998] ne suffit pas pour établir la légitimité économique de ces rémunérations. Plusieurs points et interrogations demeurent que les travaux disponibles ne sont pas encore parvenus à clarifier:

- Le risque même lié à la fonction de dirigeant, et aux responsabilités qu'elle recouvre, reste à apprécier. Couramment avancée pour justifier l'éthique de ces rémunérations², cette responsabilité n'est pas admise par tous, dans la mesure où elle se traduit encore rarement par la mise en cause directe ou le départ du dirigeant. Il faut d'ailleurs sur ce point bien différencier la nature des faits qui peuvent engager cette responsabilité. En confondant en effet maladroites, erreurs, fautes, fraudes et tromperies, on risque finalement d'atteindre le résultat inverse et de diluer la responsabilité des dirigeants dans une appréciation sans nuance des situations.
- Ce risque supposé du dirigeant n'est pas seulement moral ou juridique, mais aussi financier. A notre connaissance, aucune recherche cependant n'a pour l'instant été consacrée à la variabilité précise de la rémunération globale des dirigeants. Ce point est pourtant essentiel pour apprécier la légitimité de leurs gains dans une perspective d'équilibre rendement/risque.
- Cette appréciation du risque financier des dirigeants est d'autant plus nécessaire que les cours ont une tendance avérée à progresser sur le long terme. Tous les marchés vérifient cette tendance, au point que la probabilité d'une hausse des cours sur un horizon de 10 ans est très supérieure à 50%. Dans ce contexte, les montages de rémunération fondés sur la performance boursière absolue ont beaucoup plus de chances de s'avérer finalement avantageux pour leurs bénéficiaires. Ce biais place les dirigeants dans une situation très avantageuse, plus manifeste encore avec l'utilisation des stock-options (voir infra).
- La référence au marché boursier pose par ailleurs la question de l'importance des facteurs exogènes ou de marché (taux d'intérêt, prime de risque...), dont on sait qu'ils comptent au moins pour moitié dans l'évolution des cours. Ainsi les effets de la compétence des dirigeants sont-ils largement dilués, au point qu'il apparaît aujourd'hui acquis que l'on ne peut leur attribuer qu'une part modeste des succès, et des échecs, du parcours boursier. Cette réalité plaide pour l'utilisation d'indicateurs boursiers relatifs, et non absolus, qui tiennent compte de l'évolution générale du marché ou du secteur, selon des recommandations déjà anciennes proposées par Holmström [1984]. Et encore n'est-il pas certain que ces indicateurs soient assez fins pour juger vraiment de la compétence des dirigeants, et fonder ainsi le montant de leur rémunération. Le cours de l'action en effet, dans l'hypothèse de marchés efficients, intègre déjà la qualité supposée de la gestion du président en place. Il faudra donc que ce président fasse mieux que prévu pour obtenir une augmentation du cours. Un bon dirigeant peut ainsi être sanctionné pour n'avoir pas été aussi bon qu'espéré, et un médiocre être récompensé pour avoir été moins mauvais qu'il n'était craint. Ainsi la mesure du cours n'est-elle pas seulement relative par rapport au marché, mais par rapport aux attentes initiales à l'égard du président, ce qui rend d'autant plus délicat le choix du critère de sa rémunération.

L'ensemble de ces interrogations suffit à expliquer l'absence de corrélations nettes entre la rémunération et la performance boursière. Cette absence de légitimité par les résultats ne fait

² Voir sur ce point le rapport du MEDEF, sous la responsabilité de R. de La Serre.

que renforcer les critiques portant sur le manque d'activisme des administrateurs et instances de contrôle. Une autre explication est alors couramment avancée pour ne pas se limiter à l'explication par les rapports de force. Il semble ainsi que la rémunération des dirigeants ait aujourd'hui force de symbole. Un dirigeant dont le niveau et la structure de rémunération s'écarteraient trop des standards du marché constituerait ainsi un mauvais signal pour les différents partenaires. Par cette forme d'institutionnalisation, les rémunérations les plus élevées semblent peu à peu « aller de soi », et être le signe de la compétence des dirigeants. L'hypothèse que ces rémunérations puissent n'être pas justifiée est ainsi implicitement écartée, sous prétexte de la confiance accordée aux administrateurs et aux instances de contrôle. La publication généralisée des rémunérations pourrait accentuer ce processus, à moins que le marché lui-même finisse par corriger cette impression, intégrant ainsi la contestation grandissante qui s'exprime sur ce sujet, y compris aux Etats-Unis. Les échecs manifestes de certains dirigeants particulièrement bien rémunérés pourraient ainsi mettre à mal l'idée qu'un dirigeant bien payé est nécessairement compétent.

Un autre argument en faveur des rémunérations élevées est leur caractère incitatif, non pas seulement pour les seuls bénéficiaires, mais pour l'ensemble de la ligne hiérarchique. Les managers les plus compétents sont ainsi encouragés à donner le meilleur d'eux-mêmes et à faire mieux que leurs collègues et concurrents directs, selon une logique dite des tournois. D'après ces modèles, les dirigeants méritent finalement leur rémunération davantage pour leur parcours passé que pour leurs performances actuelles. Mais l'attrait possible de ces très hautes rémunérations ne concerne qu'une petite fraction de la population salariée, susceptible de pouvoir un jour en profiter. Pour les autres, les écarts ainsi creusés font naître un sentiment d'inéquité. La menace est aujourd'hui d'autant plus sensible qu'elle trouve des relais parmi les actionnaires eux-mêmes, en particulier minoritaires. Ainsi, après avoir longtemps bénéficié de la confidentialité de leurs émoluments, les dirigeants pourraient faire progressivement l'objet d'une coalition originale, et potentiellement puissante, qui réunirait contre eux actionnaires et salariés. L'usage généralisé, et les excès, des stock-options ne sont pas étrangers à cette évolution.

1.2. Le cas particulier des stock-options

La part des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants est devenue centrale. Ainsi représentent-elles encore en 2003 près de 50 % de la rémunération globale des dirigeants français, contre presque 60 % en 2002, et demeurent donc un des principaux facteurs de leur enrichissement³. On observe les mêmes résultats aux Etats-Unis, avec quelques années d'avance, comme le montre le tableau suivant.

Mais l'évolution toute récente constatée outre Atlantique montre que les avantages attendus ne sont pas dénués de risques et d'effets pervers. La baisse significative du montant des plans traduit en effet une remise en cause de l'utilisation actuelle, sinon de l'utilité, de ce dispositif.

³ Il faut cependant rappeler qu'aux Etats-Unis ces stock-options se sont peu à peu généralisées, sous l'impulsion des pratiques observées dans la « nouvelle économie ».

1.2.1. Les avantages attendus

Sans parler de leur fiscalité avantageuse, pour l'entreprise et ses bénéficiaires, les stock-options présentent l'avantage bien connu d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants. Elles peuvent aussi, par les incitations qu'elles créent, faciliter le recrutement et favoriser la fidélisation des cadres dirigeants. Mais tout cela, les attributions d'actions le peuvent aussi. Ainsi le succès des stock-options s'explique-t-il autrement, par des attraits très spécifiques.

Le premier est celui de la liquidité, qui permet en particulier aux entreprises en création ou en croissance d'attirer des managers par des perspectives de gains financiers, plutôt que d'importantes rémunérations immédiates. Sans être contesté, cet argument a fait l'objet de quelques discussions, notamment après avoir observé que les firmes de la nouvelle économie les mieux dotées en trésorerie étaient aussi celles qui utilisaient le plus les stock-options [Itner et al., 2003]. Ce résultat n'ôte cependant rien à l'avantage réel que présente la possibilité de rémunérations différées. De même l'idée de considérer ces managers comme des prêteurs ou des investisseurs, qui allouent et risquent ainsi leur capital humain contre d'hypothétiques rémunérations, est intéressante. Elle devient toutefois contestable si elle conduit à remettre en cause le dispositif sous prétexte que des investisseurs professionnels seraient plus adaptés. Il n'est pas en question en effet de faire des stock-options le principal outil de financement, mais simplement de profiter de ses attraits en matière de trésorerie. Quant aux managers intéressés et finalement recrutés, et sans que l'on dispose d'études sur ce point, on peut penser qu'ils présentent d'une part un degré d'aversion au risque plus faible que la moyenne, et d'autre part la conviction de pouvoir influencer par leurs décisions la bonne tenue du cours. Ce sont des profils particuliers, effectivement bien adaptés à des entreprises jeunes. Ainsi, en attirant ces profils, les stock-options peuvent contribuer à la bonne adéquation du recrutement, ce qui renforce encore leur utilité sur ce point.

Le second avantage est d'inciter les dirigeants à dépasser leur aversion au risque due à la concentration de leur capital humain et financier. Cette aversion pénalise les actionnaires qui, par la diversification de leur portefeuille, ont tout intérêt à ce que l'entreprise prenne des risques, dont ils ne supporteront in fine que la part non diversifiable. Plusieurs études suggèrent effectivement que la détention de stock-options favorise la prise de risque, le principe même des options, et de l'« effet cliquet » créé par le prix d'exercice, constituant une incitation forte pour tenter des investissements ou des stratégies susceptibles d'augmenter la valeur intrinsèque des options.

Le troisième avantage est de lever en partie l'asymétrie d'information. La mise en place de stock-options ferait ainsi office de signal, laissant entendre aux investisseurs que les dirigeants ont de bonnes raisons d'espérer une progression du titre.

1.2.2. Les effets pervers

Parmi les critiques formulées à l'encontre des stock-options, plusieurs relèvent davantage de l'utilisation qui en est faite plutôt que de l'instrument lui-même. Ce qui fait dire à plusieurs auteurs que les stock-options ne doivent être remises en cause, mais simplement être davantage contrôlées. Ainsi en est-il de l'incitation à la prise de risque, qui peut devenir excessive, la perspective de gains occultant les autres facteurs de risque. Cette même déviance de l'effet cliquet peut pousser les dirigeants à des opérations de manipulation de cours, soit par des effets d'annonce ou des décisions de gestion de court terme, soit même par des rétentions d'informations.

Une autre critique forte est celle de l'absence d'investissement financier personnel des dirigeants, les options leur permettant ainsi un possible enrichissement sans risque. Cette critique est avivée par les opérations successives de révision des prix d'exercice pour accompagner la chute des cours boursiers. La pratique est courante aux Etats-Unis, et se propage en Europe. Cette attribution d'options à pris bas laisse l'impression que les dirigeants puissent finalement profiter d'une baisse des cours au point d'être toujours gagnants, quelle que soit la performance de l'entreprise.

Les stock-options ont également un effet dilutif sur le cours de l'action. Les gains des dirigeants sont en effet supportés par les actionnaires, soit que l'entreprise doive émettre des actions pour les livrer aux dirigeants au prix d'exercice fixé, soit qu'elle les ait auparavant achetées et supporte alors une moins-value. Dans tous les cas ce sont bien les actionnaires, et eux-seuls, qui en supportent finalement les conséquences. Le dispositif leur est néanmoins, et en théorie, également favorable, l'action préalable des dirigeants et la montée consécutive du cours étant supposés compenser très largement cette perte finale liée aux plus-values concédées.

L'attribution sélective des stock-options crée enfin un sentiment d'injustice, au point que la question de leur généralisation à tous les salariés est couramment débattue. Cette idée ne fait cependant pas l'unanimité. Compte tenu de leur aversion au risque en moyenne plus élevée, et surtout de leur impression de ne pas pouvoir directement agir sur le cours boursier, on peut supposer que les salariés auront tendance à sous-valoriser les options qui leur seraient accordées [Hall et Murphy, 2003]. Si c'est effectivement le cas, ce qu'aucune recherche à notre connaissance n'a encore démontré, leur attribution devrait être gratuite et sans contrepartie salariale pour leur sembler intéressante. De telles conditions rendraient leur coût prohibitif pour l'actionnaire. Cette question de l'évaluation des stock-options par leurs bénéficiaires ne concerne d'ailleurs pas seulement les salariés mais aussi les dirigeants. Il semble bien en effet que pour beaucoup d'entre eux ils ne réalisent pas pleinement la valeur de ces options, sans que l'on dispose encore de recherches précises sur ce point. Il est vrai que la valeur de ces options, spécifiques aux dirigeants et non négociables ne peuvent être totalement évaluées par les modèles standard, en particulier du fait que l'on ne peut leur appliquer le principe de non-arbitrage [Ingersoll, 2002]. La comptabilisation à venir des stock-options pourrait permettre d'avancer sur cette question. En l'état actuel des connaissances, on peut toutefois affirmer que le coût réel des stock-options est probablement très supérieur à ce que les salariés accepteraient de payer, ce qui interdit en pratique toute généralisation du dispositif et laisse entière l'impression d'injustice dans leur attribution.

Face à cette littérature prolifique sur la question de la rémunération des dirigeants, nous avons réalisé une étude empirique sur la situation française.

2. UNE RECHERCHE SUR DONNEES FRANÇAISES

L'objet de cette étude empirique n'est nullement de porter un jugement de valeur sur le niveau de rémunération des dirigeants, ni de déterminer l'existence éventuelle d'un niveau optimal de rémunération assurant une parfaite incitation de la part des dirigeants.

Au cours de cette étude, nous avons souhaité porter notre attention sur les différentes composantes de la rémunération, en dehors des seules stock-options qui font l'objet de la majorité des travaux de recherche actuellement. Ainsi est-il important d'étudier les autres composantes : la rémunération fixe, la rémunération variable et la rémunération « autres⁴ ». Selon Alcouffe [2004], le faible nombre de données disponibles en France jusqu'à une période récente explique la relative rareté des travaux français. Toutefois, depuis l'intervention du législateur au début des années 2000, nous pouvons disposer des informations essentielles, dont le tableau 1 ne présente qu'un résumé, extrait de notre recherche.

Tableau 1 – Données statistiques concernant la rémunération des dirigeants en France en 2003

	Rémunération de l'équipe dirigeante	Part du président dans la rémunération
Moyenne	3.768.346 €	41,62 %
Médiane	2.634.015 €	30 %
Ecart-type	3.306.106 €	
Maximum	15.800.000 €	
Minimum	263.587 €	

2.1. Hypothèses de recherches

2.1.1. Rémunération et transparence

« A la différence des américains, toujours ravis de claironner le niveau de leur rémunération, signe de leur savoir-faire professionnel et de leur réussite sociale, les français en gardent jalousement le secret » [Cozian et al., 2004, p. 233]

La question de la transparence des sociétés, comme celle de la rémunération des dirigeants, est récurrente dans le domaine du gouvernement d'entreprise. L'opacité, synonyme d'extraction de bénéfices privés, est alors proscrite par le législateur qui souhaite voir les entreprises informer les investisseurs de l'ensemble des dépenses effectuées au profit des dirigeants.

Malgré cela, la matérialisation de cette volonté est relativement récente. La loi du 24 juillet 1966, établissant les règles fondamentales du droit des sociétés et très révélatrice de la culture française attachée au secret des rémunérations, avait prévu que tout actionnaire puisse connaître le montant global des rémunérations versées aux personnes les mieux rémunérées, le nombre de ces personnes étant de 10 ou de 5 selon que l'effectif du personnel excédait ou non les 200 salariés⁵ [Merle, 2003]. Toutefois, cette simple obligation n'est d'aucune utilité en matière d'analyse de la structure de gouvernance. Ce n'est que sous l'influence du développement du gouvernement d'entreprise que le rapport Viénot II (1999) a préconisé que le rapport annuel des sociétés cotées comporte un chapitre consacré aux stock-options. Le législateur, plutôt que de faire confiance à un code de bonne conduite, a préféré intervenir dans le cadre de la loi NRE du 15 mai 2001, qui a établi le dispositif suivant :

⁴ Elle comprend essentiellement le remboursement de frais divers ou la mise à disposition d'une voiture de fonction.

⁵ Art. L. 225-115 4° du Code de commerce

- Le rapport du conseil d'administration à l'assemblée annuelle doit rendre compte de la rémunération totale et des avantages versés, durant l'exercice, **à chaque mandataire social**⁶. Il doit également indiquer le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçus durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées ou de la société qui contrôle⁷. Toutefois, aucune sanction spécifique n'est prévue par la loi en cas d'absence ou d'erreur dans l'information communiquée
- Chaque année, l'assemblée générale ordinaire doit être informée dans un rapport spécial établi par le conseil d'administration, des plans d'options mis en œuvre.

Afin de tester la « transparence » des sociétés étudiées, nous avons souhaité comparer leur politique de communication en matière de rémunération à celle concernant les conventions réglementées. Ces dernières sont définies par le Code de commerce afin d'éviter qu'un acteur économique ne profite de ses fonctions et/ou de son influence pour conclure, à son unique profit, une convention désavantageuse pour la société dans laquelle il est en fonction. Dans cette perspective, le Code de commerce prévoit un mécanisme d'autorisation préalable de certaines conventions conclues entre la société et l'un de ses contrôleurs. Ainsi, sont désormais visées par l'article L. 225-38 du Code de commerce les conventions suivantes: « *Toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 5 % ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L. 233-3, doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration. Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes visées à l'alinéa précédent est indirectement intéressée.* »

Le Maux [2003] montre que les conventions réglementées sont utilisées comme source de bénéfices privés. Ces derniers sont issus des travaux de Grossman et Hart [1988] et Harris et Raviv [1988a et b], qui montrent qu'une partie des actionnaires peut obtenir une part plus importante des cash-flows générés que celle qui devrait être attribuée sur la base de la seule participation au capital. Cette partie excessive des bénéfices perçus est alors définie comme étant des « bénéfices privés ».

Dans cette perspective, une absence de communication en matière de conventions réglementées devrait être corrélée à l'absence d'information concernant la rémunération des dirigeants, le tout résultant d'un contrat implicite entre actionnaires contrôleurs et dirigeants, dont l'objet est l'attribution « illégitime » de richesse et une politique d'opacité envers les autres acteurs économiques.

H₁ : Les sociétés ne publiant pas les informations concernant leurs conventions réglementées ont une politique de communication opaque qui se traduit par une absence d'information concernant la rémunération des dirigeants.

⁶ Les mandataires sociaux sont :

- dans la SA à conseil d'administration : le président du conseil d'administration, le directeur général, les directeurs généraux délégués, les administrateurs ;
- dans la SA à conseil de surveillance : les membres du directoire, le directeur général unique et les membres du conseil de surveillance.

⁷ Le contrôle est défini par l'article L. 233-16 du Code de commerce qui est utilisé pour les comptes consolidés.

2.1.2. Rémunération et performance

Rémunération des dirigeants et taille de la société

Selon Alcouffé [2004], la cohérence du système hiérarchique et de la grille des salaires entraîne généralement que les salaires s'accroissent avec le niveau hiérarchique de sorte que la rémunération des dirigeants dépend de la taille de l'entreprise. Cette approche est proposée sous le nom de théorie dite du « tournoi » [Lazear et Rosen, 1981] : plus une entreprise comporte d'échelons hiérarchiques, plus les chances de parvenir au sommet sont faibles. Dans ce cas, les rémunérations élevées des fonctions de direction constituent le moyen le plus efficace de maintenir de forts niveaux de motivation pour l'ensemble des salariés.

De nombreuses études ont validé que seule la taille était un déterminant fiable et significatif de la rémunération des dirigeants [Baker, Jensen et Murphy, 1988]. Une méta-analyse sur la rémunération des dirigeants montre que la taille de la firme expliquerait 54 % de la variance de la rémunération alors que les indicateurs de performance des firmes n'en expliqueraient que 5 % [Tosi et al., 1998]. En France, Albouy [2004] montre que la taille est la principale variable explicative de la rémunération des dirigeants, que celle-ci soit mesurée au travers de la capitalisation boursière ou du chiffre d'affaires.

Dans le cadre de cette étude, nous avons choisi d'utiliser le logarithme du chiffre d'affaires comme mesure de la taille de l'entreprise.

H₂ : La taille de la société a un lien positif avec la rémunération des dirigeants

Rémunération des dirigeants et performance de la société

La question de la rémunération des dirigeants renvoie directement à la question de la théorie de l'incitation telle que la pose Jensen et Meckling [1976] dans leur développement de la théorie de l'agence⁸. Le problème du « principal » est de définir un contrat susceptible d'inciter l'« agent » à se comporter de la façon optimale pour lui, c'est-à-dire d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. Dans cette perspective, l'alignement passe par une meilleure performance de l'entreprise, en prenant en considération comme indicateurs de mesure les flux de dividendes et le cours de l'action. De nombreuses études empiriques ont été conduites aux Etats-Unis et plus récemment en Grande Bretagne [Conyon et al., 1995].

Toutefois, les résultats obtenus par ces différents travaux diffèrent beaucoup, et notamment en raison de l'importante variété d'indicateurs utilisés. Dans cette perspective, nous avons utilisé différents indicateurs :

- La rentabilité financière : ratio Résultat net / Capitaux propres
- La rentabilité économique : ratio Excédent Brut d'Exploitation / Total de l'Actif

⁸ Pour ne pas rompre avec la littérature traditionnelle, nous conservons l'expression de « *théorie de l'agence* ». Toutefois, il est important de rappeler que celle-ci est le résultat d'une mauvaise traduction de l'expression anglaise « *agency theory* » qui signifie en réalité « *théorie du mandat* » [Le Maux, 2003].

Nous citons ici la définition de l'« *agency* » proposée par Lawson [1998] : « *An agent is a person who is employed to bring the person appointing him agent, the principal, into a contractual relationship with a third party (Towle v White, 1873).* » Il semblerait alors préférable de changer les termes d'« agent » et de « principal », trop souvent utilisés dans les travaux francophones, par ceux de « mandataire » et « mandant ». Pour preuve, en France, le dirigeant d'une société est qualifié de « mandataire social ».

- Market-to-Book⁹ : Ratio capitalisation boursière / valeur comptable des capitaux propres
- Taux de croissance du résultat net sur deux ans et sur trois ans
- Taux de croissance du chiffre d'affaires sur deux ans et sur trois ans
- Taux de croissance du Market-to-book sur deux ans et sur trois ans

Nous avons procédé à différents modèles afin d'éviter les problèmes de multicollinéarité et de corrélations entre les différentes variables.

H₃ : La performance de la société a un lien positif avec la rémunération des dirigeants.

Rémunération des dirigeants et gouvernance de la rémunération

Les principes de bonne gouvernance établis dans de nombreux pays conseillent les entreprises de se doter d'un comité des rémunérations. Selon les recommandations du Rapport Bouton [2002], il ne doit comporter aucun mandataire social et se composer majoritairement d'administrateurs indépendants. Il devrait également être doté d'un règlement détaillant ses attributions et modalités de fonctionnement approuvé par le conseil d'administration auquel il rend compte. Enfin, son activité doit être retracée dans le rapport annuel.

En l'absence d'information plus précise dans le rapport annuel, nous avons simplement pris en compte la présence d'un comité des rémunérations au sein de la société comme variable modérant la rémunération des dirigeants.

Les différentes études portant sur la question du comité de rémunération et plus généralement sur la place des administrateurs dans la politique de rémunération des dirigeants montrent que ces derniers ont un rôle important. Ainsi, Magnan, Saint-Onge et Calloc'h [1999] montrent que la relation de pouvoir entre les administrateurs et les dirigeants déterminait la rémunération de ces derniers car, selon ces auteurs, plus les conseils d'administration sont puissants, plus les primes, options et autres avantages sont faibles.

Le comité de rémunération, issu du conseil d'administration, avec pour spécialisation la détermination de la politique de rémunération des dirigeants est l'organe essentiel qui peut prévenir les effets d'enracinement des dirigeants. Trepo et Roussel [1999] montrent que dans les entreprises où le principal dirigeant intervient comme décideur unique sur sa propre rétribution, les primes sont moins liées aux performances de l'entreprise.

Dans notre modèle, nous avons introduit une variable binaire prenant la valeur 1 si un comité de rémunération est créé dans la société, 0 sinon.

H₄ : La présence d'un comité des rémunérations au sein de la société a un lien négatif avec la rémunération des dirigeants

Rémunération des dirigeants et structure d'endettement de la société

La relation entre la politique d'endettement et le gouvernement d'entreprise a donné lieu jusqu'à maintenant à une importante littérature. Selon Faccio et al. [2001], la protection des actionnaires est mise à mal au travers d'un recours massif à l'endettement car cela permet aux

⁹ Nous avons utilisé cet indicateur comme mesure de la performance car il permet de mesurer la différence entre l'appréciation faite par les marchés financiers (appréciation des bénéfices futurs) et la constatation de la valeur comptable (coût historique comptable).

dirigeants, ou à l'actionnaire contrôlant, de disposer de ressources sans dilution de son contrôle et sans avoir à réaliser un apport supplémentaire.

Au-delà même de la question du gouvernement d'entreprise, le rapport entre la situation économique de l'entreprise et sa structure d'endettement a fait l'objet de nombreux travaux montrant l'intérêt de s'endetter, mais l'effet de levier dû à l'endettement n'est pas la seule conséquence de l'endettement. L'endettement est également synonyme d'une augmentation du risque des fonds propres et du risque de défaillance.

Afin de disposer du maximum d'information concernant la politique d'endettement des sociétés, nous avons introduit trois variables :

- Le taux d'endettement comptable en 2003
- L'évolution du taux d'endettement entre 2002 et 2003
- L'évolution du taux d'endettement entre 2001 et 2003

H_{5.1} : Un faible taux d'endettement en 2003 a un lien positif avec la rémunération des dirigeants

H_{5.2} : La réduction du taux d'endettement de la société entre 2002 et 2003 a un lien positif avec la rémunération des dirigeants

H_{5.3} : La réduction du taux d'endettement de la société entre 2001 et 2003 a un lien positif avec la rémunération des dirigeants

2.2. Résultats de l'étude

Nous indiquons tout d'abord la constitution de notre échantillon, avant d'exposer différents cas de rémunération extraits des rapports annuels. Enfin, nous présentons les résultats de notre étude empirique

2.2.1. Présentation de l'échantillon

Notre échantillon a été établi à partir du SBF 120. Toutefois, nous avons été contraints d'en exclure certaines sociétés :

- Les sociétés étrangères, non soumises à la réglementation française en matière d'informations obligatoires
- Les sociétés en commandites par actions, dont le régime de rémunération est particulier
- Pour la partie relative au lien performance – rémunération, les sociétés ne publiant aucune information sur la rémunération des dirigeants.

Dans ces conditions, la partie de notre étude portant sur la transparence est composé de 101 sociétés (dans ce cadre, nous avons conservé les banques et assurances) et la partie portant sur le lien rémunération – performance de 75 sociétés.

2.2.2. Quelques exemples « exceptionnels » en matière de rémunération

L'étude des rapports annuels et des documents de référence des sociétés cotées permet de rencontrer de nombreuses formes de communication plus ou moins transparente, mais également des cas dans lesquels la notion de rémunération est difficile à définir.

En matière de transparence, nous avons dû faire face à une relative absence d'informations, de manière globale, mais également au niveau des valeurs considérées. La société Remy Cointreau par exemple nous montre que les membres du directoire bénéficient d'une indemnité légale lors du départ du groupe, ainsi que d'une assurance personnelle, sans toutefois indiquer les montants liés.

Figure 1 – Extrait du rapport annuel de Remy Cointreau - 2003

Rémunérations et avantages 2003 : 1 869 115 euros,
dont 762 252 euros de rémunération annuelle en qualité
de Président du Directoire, 737 748 euros de
rémunération annuelle fixe en qualité de salarié,
300 000 euros au titre de rémunération variable garantie
au titre de l'exercice 2003, 4 319 euros au titre d'avantage
en nature (voiture de fonction), et 64 796 euros au titre
de « director's fees » versés par Gucci Group NV
Rémunération variable versée en 2004 au titre de
l'exercice 2003 : 300 000 euros
Rappel des rémunérations et avantages 2002 : 1 743 634 euros

Dans le cas de PPR, la question du périmètre de la rémunération des dirigeants se pose. En effet, nous pouvons noter que la rémunération du PDG de la société est composée d'une part relative au titre de président du directoire et d'une autre en tant que simple salarié. Dans ces conditions, nous avons fait le choix de faire la somme des deux pour notre étude, mais le reproche d'un périmètre trop large peut nous être fait.

Figure 2 – Extrait du rapport annuel de PPR 2003

Les membre du directoire bénéficient, comme d'autres cadres supérieurs du groupe, d'une majoration de l'indemnité légale payable au moment du départ, ainsi que d'une possibilité de retraite supplémentaire, souscrite auprès d'une compagnie d'assurance, leur permettant, si ils sont salariés de l'entreprise au moment de leur départ en retraite, de bénéficier d'une retraite supplémentaire d'un maximum de 11,5 % de leur dernière rémunération. Cet

Parallèlement, les deux questions relatives à la transparence et au périmètre se mêlent et rendent difficile la collecte des données. France Télécom présente à la fois des indemnités de départ à destination des dirigeants, sans toutefois en donner des montants précis, et pose la question de l'intégration éventuelle de ces éléments dans la rémunération.

Figure 3 – Extraits du rapport annuel de France Télécom – 2003

Le montant global des cotisations versées et des réserves constituées par France Télécom au cours de l'exercice 2003 pour constituer une retraite ou des fonds destinés à un usage similaire au bénéfice des administrateurs et Directeurs exécutifs de France Télécom S.A. s'est élevé à 2 256 422 euros.

Les contrats de certains Directeurs exécutifs à savoir Messieurs Frank E. Dangeard, Jean-Yves Gouiffès, Michel Combes, Jacques Champeaux, Marc Meyer, Louis-Pierre Wenes et Olivier Barberot comportent des clauses prévoyant une indemnité contractuelle de séparation de 15 mois maximum à laquelle s'ajoute un préavis de 6 mois, soit un total de 21 mois de la rémunération annuelle brute totale, ou la possibilité de partir en congé de fin de carrière.

S'il devait cesser ses fonctions, Monsieur Thierry Breton recevrait une indemnité équivalente à 21 mois de sa dernière rémunération annuelle brute totale, après décision du Conseil d'administration.

Par décision du Conseil d'administration, Monsieur Thierry Breton bénéficie d'une promesse de retraite à prestations définies qui lui sera versée au moment de la liquidation de ses autres régimes de retraite et au plus tôt à 60 ans. Le Comité de rémunération de sélection et d'organisation est chargé d'en étudier les modalités de mise en oeuvre.

Monsieur Thierry Breton est affilié au régime de prévoyance complémentaire du groupe France Télécom ; il dispose d'une voiture de fonction avec chauffeur ; il bénéficie des services de cabinets conseils apportant une assistance personnelle juridique et fiscale liée à sa fonction dans la limite de cent heures annuelles. En 2003, le montant de ces avantages en nature s'est élevé à 10 124 euros.

Le Comité de rémunération de sélection et d'organisation examine et propose chaque semestre au Conseil d'Administration les paramètres de calcul de la part variable de la rémunération de Monsieur Thierry Breton pour le semestre à venir et propose le montant de la part variable du semestre échu qui découle directement des résultats financiers de France Télécom.

A cette question de leur éventuelle prise en compte, la réponse négative s'est imposée car il est impossible de savoir si ces éléments sont pris en compte dans les montants publiés par les autres sociétés.

2.2.3. Résultats empiriques

Nous présentons tout d'abord les résultats obtenus en matière de transparence, puis ceux concernant les dirigeants avant de clore cette section avec ceux concernant les présidents de sociétés.

Transparence de la rémunération

La question de la transparence de la rémunération ne devrait théoriquement plus se poser depuis les récentes interventions du législateur dans ce sens. Pourtant, nous avons du faire face à une relative absence d'informations concernant la politique de rémunération, lorsque celles-ci n'étaient pas rendues illisibles par les multiples informations disponibles, parfois contradictoires et pour le moins confuses.

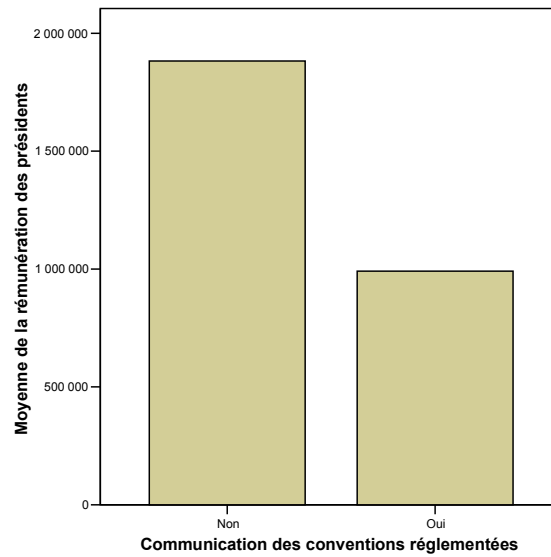
Une simple analyse de corrélation de nos variables de communication (variables binaires : 1 – présence de l'information, 0 – absence de l'information) nous permet de noter que la stratégie de l'opacité est une stratégie globale et concerne l'ensemble des éléments de la société.

Tableau 2 – Tests non paramétriques concernant la communication des conventions réglementées

	Rémunération du président				Rémunération des dirigeants			
	Total	Part fixe	Part variable	Part "autres"	Total	Part fixe	Part variable	Part "autres"
U de Mann-Whitney	354	241,5	231	356	325	141	191,5	170
W de Wilcoxon	2839	1567,5	1557	1631	1703	207	257,5	236
Z	- 2,8551	- 2,1577	- 2,3211	- 0,3009	- 0,9777	- 1,6294	- 0,4194	- 0,8584
Signification	0,0043***	0,030***	0,020**	0,7635	0,3282	0,1032	0,6749	0,3907

*** - Significatif au seuil de 1 %, ** - Significatif au seuil de 5 %

Figure 4 – Rémunération moyenne du président en fonction de la transparence de la société



Rémunération des dirigeants

Les résultats obtenus sont ici similaires aux nombreuses études disponibles dans la littérature académique. En effet, dans l'ensemble des modèles testés, la taille est la variable explicative de la rémunération des dirigeants. Notons que tous les modèles ont un pouvoir explicatif significatif pour le montant de la rémunération des dirigeants. (Les résultats sont présentés en annexe).

Parallèlement, aucune autre variable n'explique la rémunération, ce qui en soit peut paraître surprenant. En effet, la légitimité de la rémunération aurait nécessité un lien avec la performance de la société, que celle-ci soit mesurée au travers d'indicateurs économiques, financiers ou boursiers. Pourtant, aucune relation de causalité, même faible, n'existe entre la performance des sociétés et la rémunération des dirigeants. Cette absence de lien pose la question de la réalité des politiques de rémunération publiés dans les rapports annuels dont le tableau 3 en présente quelques exemples :

Tableau 3 – Exemples de déterminants de la part variable de la rémunération

Noms	Président	Dirigeants
Accor	Le niveau, l'évolution du résultat courant avant impôt et le résultat net appréciés dans leur contexte et compte tenu de la qualité des mesures prises	Le montant de la part variable peut représenter jusqu'à 80% de la part fixe en cas de réalisation des objectifs de performance définis pour l'exercice et ne peut excéder 120% de la part fixe.
Air liquide	la progression du bénéfice net par action, un autre sur la rentabilité après impôts des capitaux utilisés et le dernier reposant sur des objectifs qualitatifs individuels prenant notamment en compte la préparation de l'avenir de l'entreprise et la réactivité face à l'environnement	la progression du bénéfice net par action, un autre sur la rentabilité après impôts des capitaux utilisés et le dernier reposant sur des objectifs qualitatifs individuels prenant notamment en compte la préparation de l'avenir de l'entreprise et la réactivité face à l'environnement
Alcatel	en considération des performances du président pour le redressement du groupe	sur les performances de la société et sur les performances individuelles selon des critères revus par le comité des rémunérations et des nominations
Alstom	La rémunération variable est liée d'une part, à la réalisation des objectifs du groupe pour l'exercice en terme de cash flow libre, de marge opérationnelle et du produit des cessions, et d'autre part, à la réalisation d'objectifs personnels appréciés par le Comité de nominations et de rémunération.	La rémunération variable est liée d'une part, à la réalisation des objectifs du groupe pour l'exercice en terme de cash flow libre, de marge opérationnelle et du produit des cessions, auxquels s'ajoutent pour les présidents de secteur des objectifs de cash flow libre et de résultat opérationnel du secteur, et d'autre part, à la réalisation d'objectifs personnels appréciés par le Comité de nominations et de rémunération
Axa	Trois éléments : le résultat du groupe apprécié par l'évolution du BPA et celle du résultat opérationnel, la performance du titre AXA mesurée par rapport à celle de ses concurrents et la performance individuelle du président appréciée par le comité de rémunération en fonction des objectifs spécifiques fixés en début d'année	Evolution des résultats du groupe (BPA, résultat opérationnel), performance du titre Axa par rapport à celle de ses concurrents, performance de l'entreprise ou des services dont ils ont la charge, mesurée par rapport aux objectifs fixés en début d'année et performance individuelle également appréciée par rapport à des objectifs prédéterminés.
Bouygues	Deux éléments : écart entre l'évolution de l'action Bouygues et l'évolution de l'indice CAC 40 et l'évolution du bénéfice net consolidé (part du groupe) Bouygues	Trois éléments : écart entre l'évolution de l'action Bouygues et l'évolution de l'indice CAC 40, l'évolution du bénéfice net consolidé (part du groupe) Bouygues et plusieurs objectifs qualitatifs
Carbone Lorraine	Objectifs du résultat économique (résultat opérationnel après impôts diminué du coût des capitaux propres et certains objectifs individuels	Objectifs du résultat économique (résultat opérationnel après impôts diminué du coût des capitaux propres et certains objectifs individuels
Casino	L'évaluation annuelle de la qualité du management ainsi que sur la réalisation des objectifs à la fois quantitatifs (croissance du bénéfice net par action, du cash-flow par action, du CA ainsi que la réduction de la dette) et qualitatifs (renforcement du management du Groupe).	L'évaluation annuelle de la qualité du management ainsi que sur la réalisation des objectifs à la fois quantitatifs (croissance du bénéfice net par action, du cash-flow par action, du CA ainsi que la réduction de la dette) et qualitatifs (renforcement du management du Groupe).
CNP Assurances	La partie variable est liée aux performances financières de la société et à la réalisation d'objectifs individuels fixés en début d'exercice. Une distinction est faite pour la partie variable entre rémunération variable contrat de travail et rémunération variable mandat social.	La partie variable est liée aux performances financières de la société et à la réalisation d'objectifs individuels fixés en début d'exercice. Une distinction est faite pour la partie variable entre rémunération variable contrat de travail et rémunération variable mandat social.
Galeries lafayette	Les rémunérations variables des équipes de direction sont calculées à partir de la variation du ROCE (ie le rapport entre le résultat d'exploitation et les capitaux engagés).	Les rémunérations variables des équipes de direction sont calculées à partir de la variation du ROCE (ie le rapport entre le résultat d'exploitation et les capitaux engagés).
Imerys	Performance économique : évolution du résultat courant net du groupe par action par rapport à l'exercice précédent ; objectif de cash-flow généré par le groupe pendant l'exercice	à 70% sur critères de performance économique (idem que pour le Président) + formule analogue par branche dont le membre du directoire est en charge et à 30% : objectifs individuels liés aux responsabilités de la personne et aux objectifs du groupe dans l'exercice en cours.
Renault	Taux de retour sur capitaux propres, écart entre la marge opérationnelle et celle prévue au budget et résultats obtenu en matière de réduction des charges de garantie.	Taux de retour sur capitaux propres, écart entre la marge opérationnelle et celle prévue au budget et résultats obtenu en matière de réduction des charges de garantie.
Sagem	La rémunération variable de Jean-Pierre Tirouflet est basée à 60% sur des critères quantitatifs et 40% sur des critères qualitatifs. Son montant pouvait être compris entre 0 et 200% de sa part fixe.	La rémunération variable de Jean-Pierre Tirouflet est basée à 60% sur des critères quantitatifs et 40% sur des critères qualitatifs. Son montant pouvait être compris entre 0 et 200% de sa part fixe.

Saint Gobain	Leur rémunération brute variable versée au titre de l'exercice 2003 comporte, pour les deux-tiers, une part quantitative reposant sur un objectif prédéterminé de bénéfice net par action, et, pour le reste, une part qualitative dont les paramètres sont définis et les résultats appréciés par le Comité des Mandataires. Le montant maximum de la rémunération brute variable ne peut dépasser 1,6 fois le montant de la rémunération brute fixe	Les rémunérations des dirigeants comportent une part variable dépendant directement de l'action personnelle du dirigeant dans la conduite du secteur dont il est chargé. La généralisation progressive de ce principe dans l'ensemble des pays européens induit la mise en place de formules prenant en compte des données quantifiables comme le retour sur actifs nets (« ROA ») ou le retour sur investissements (« ROI ») et également des objectifs plus qualitatifs comme le développement de tel type d'activité ou l'implantation du Groupe dans un pays.
Schneider Electric	Le montant de la part variable a été établi en fonction de critères financiers Groupe et d'objectifs individuels, quantitatifs ou qualitatifs. Pour l'exercice 2002, le critère financier était un objectif de résultat d'exploitation (REX) de l'exercice 2002 avec un taux de bonus égal à zéro pour un REX inférieur ou égal à 944 millions d'euros.	Le montant de la part variable a été établi en fonction de critères financiers Groupe et d'objectifs individuels, quantitatifs ou qualitatifs. Pour l'exercice 2002, le critère financier était un objectif de résultat d'exploitation (REX) de l'exercice 2002 avec un taux de bonus égal à zéro pour un REX inférieur ou égal à 944 millions d'euros.
Scor	70 % d'un intéressement aux résultats égal à 2,75 par mille du résultat net consolidé de SCOR, les 30 % restants étant liés à la réalisation d'objectifs définis chaque année	La partie variable de la rémunération représentée est déterminée en fonction d'une part de la réalisation d'objectifs individuels, d'autre part de la réalisation d'objectifs de résultats du Groupe (résultat net rapporté aux capitaux propres du Groupe (ROE - Return on equity))
Société générale	Objectifs de bénéfice net par action fixés en valeur absolue à l'avance pour l'exercice (entre 0 et 150% de la rémunération fixe) et indicateurs qualitatifs liés à la réussite de la stratégie de l'entreprise (0 à 100% de la rémunération fixe)	Directeur générale déléguée : rémunération fixe et variable égale à 55 % de la rémunération du président
TF1	Ecart entre l'évolution du cours de l'action de Bouygues et l'évolution du CAC 40 de la Bourse de Paris, écart entre l'évolution du cours de l'action de TF1 et l'évolution du CAC 40 de la Bourse de Paris, évolution du bénéfice net consolidé de TF1 et plusieurs objectifs qualitatifs.	La rémunération brute variable a été basée sur des ratios de performance d'activité et de respect des engagements pris
Thalès	La part variable est fixée en fonction de l'évolution d'un critère de résultat (EBIT), d'un critère de cash de différents critères qualitatifs (non précisés).	La part variable est fixée en fonction de l'évolution d'un critère de résultat (EBIT), d'un critère de cash de différents critères qualitatifs (non précisés).
Unibail	Taux de croissance du cash-flow courant avant impôt par action et bénéfice net consolidé	Taux de croissance du cash-flow courant avant impôt par action et bénéfice net consolidé
Vallourec	La part variable est assise sur le résultat net consolidé, part du groupe, corrigé des éléments exceptionnels, dont le calcul est validé par les CAC.	La part variable est assise sur le résultat net consolidé, part du groupe, corrigé des éléments exceptionnels, dont le calcul est validé par les CAC.
Vinci	Partie variable déterminée en fonction du résultat du Groupe, de la performance de l'action Vinci et de la performance individuelle.	Partie variable déterminée en fonction du résultat du Groupe, de la performance de l'action Vinci et de la performance individuelle.
Vivendi Universal	Salaire annuel fixe : 1 million d'euros ; bonus cible de 150 % ; maximum : 250 % – inchangé pour 2004 – ; options de souscription d'actions : 1 500 000 options sans rabais ; retraite : 2,5 % de la rémunération cible par année de service en qualité de Président-Directeur général, sortie en cash possible. Il a, en outre, fixé le montant du bonus pour le second semestre 2002, versé en 2003, à 1,250 million d'euros.	Amélioration de la performance financière de la société (50 % pour le premier semestre et 65 % pour le second semestre) ; flux nets de trésorerie opérationnels supérieurs (4) à 3 milliards d'euros et résultat net ajusté(4) supérieur à 300 millions d'euros et réalisation des objectifs prioritaires de la société (50 % pour le premier semestre et 35 % pour le second semestre) ; stabilisation de la situation financière du groupe, gestion et restructuration des métiers, définition d'une stratégie pour les actifs américains et conclusion de la vente des actifs américains détenus par VUE

L'étude de ces déterminants indique que les critères de performance (économique ou financière) apparaissent lors de la communication financière de la société, mais l'analyse empirique des déterminants de la rémunération permet de conclure leur absence comme déterminants de la rémunération.

Rémunération des présidents

Au cours de cette étude, nous avons choisi d'isoler le président de la société¹⁰, personnalisation même de la société par la presse financière. L'exemple le plus caricatural est le cas de J-M Messier et de Vivendi, dont les images ont fusionné aux yeux de nombreux journalistes et investisseurs. Nous réfutons donc l'hypothèse implicite posée par la majorité des travaux empiriques réalisés jusqu'à maintenant, qui suppose une relative homogénéité au sein de l'équipe de direction. Au contraire, nous supposons que le président de la société dispose d'un statut particulier et que sa rémunération mérite d'être étudiée de façon particulière.

Dans cette perspective, l'ensemble des hypothèses concernant les dirigeants ont été posées pour l'étude du cas particulier du président. Les résultats obtenus sont alors partiellement différents, ce qui tend à indiquer que le poste de Président doit être étudié de manière distincte.

Tout d'abord, nous vérifions le même effet taille que celui existant pour les dirigeants en général. Par contre, trois autres relations apparaissent :

- La première est l'existence d'un lien positif entre le *Market-to-Book* et la rémunération du président. Le *Market-to-Book* représente la valeur de marché des fonds propres, c'est-à-dire leur capitalisation boursière (nombre d'actions en circulation x cours de bourse) divisée par la valeur comptable des fonds propres. Lorsque le *market to book* est supérieur à 1, cela signifie qu'il y a eu création de richesse, l'entreprise est valorisée plus que son coût de mise en oeuvre. Si le *market to book* est inférieur à 1, le marché estime que l'entreprise vaut moins cher que les fonds qui ont été nécessaires pour la mise en oeuvre de son actif économique. L'existence d'un lien positif entre les deux variables semble indiquer l'existence d'une relation
- La seconde relation concerne la politique d'endettement des sociétés étudiées. Nous remarquons en effet que le taux d'endettement explique négativement la rémunération des dirigeants : moins une société est endettée, plus la rémunération est élevée. Cette relation pourrait être perçue comme étant à la fois la preuve du rôle de mécanisme de contrôle de la structure d'endettement [Jensen, 1986] et comme le résultat du bon fonctionnement du mécanisme d'incitation qu'est la politique de rémunération. En effet, la seconde variable d'endettement ayant un rôle explicatif est la variation du taux d'endettement entre 2001 et 2003. Ainsi, si cette variation est une réduction, cela entraîne une hausse de la rémunération.
- La troisième et dernière relation, présente uniquement dans le modèle 9, concerne le comité de rémunération. La relation est ici négative, et significative dans un seul des modèles, et tend à prouver le caractère d'organe de contrôle de ce comité. Le comité de rémunération permet de limiter le montant des flux de trésorerie à destination du président, qui pourrait en effet perdre le caractère de simple rémunération pour devenir des bénéfices privés.

¹⁰ Nous avons choisi, selon les cas : le PDG, le président du directoire ou le directeur général.

CONCLUSION

Au cours de cette étude empirique, nous avons tout d'abord montré l'existence d'un lien significatif entre la « transparence » des sociétés et les flux de trésorerie versés aux membres de la coalition de contrôle, c'est-à-dire les dirigeants et les principaux actionnaires.

Ensuite, la méthodologie choisie s'est écartée de celle utilisée de manière traditionnelle dans la littérature académique, en étudiant le cas particulier du président. Nous avons alors pu remarquer que les variables explicatives de leur rémunération diffèrent de celles des autres dirigeants. La politique d'endettement, mécanisme de contrôle selon Jensen [1986], devient en effet une variable essentielle dans le montant que le président perçoit. La prise de risque par un recours massif à l'endettement est une pratique qui pénalise les dirigeants au travers de leur richesse personnelle.

Dans cette perspective, ce travail empirique, bien que limité par la taille de l'échantillon étudié, présente l'intérêt de montrer que la population des dirigeants n'est pas une population homogène, dont les différents membres sont soumis aux mêmes contraintes et présentent les mêmes caractéristiques.

BIBLIOGRAPHIE

- Albouy M.** [2004], « Rémunération des dirigeants et performance boursière », *Analyse financière*, n°10, p. 42-44
- Alcouffe C.** [2004], « La rémunération des dirigeants en France : Fondements et pratiques », *Note du LIRHE*, note n°399, Septembre
- Baker GP., Jensen M. et Murphy K.** [1988], « Compensation and incentives : practice Vs Theory », *Journal of Finance*, Vol. 43, n°2, p. 593-616
- Conyon M., Gregg P. et Machin S.** [1995], « Taking care of business : Executive compensation in the United Kingdom », *the Economic Journal*, n°105, Mai 1995, p. 704-714
- Cozian M., Viandier A. et Deboissy F.** [2004], *Droit des sociétés*, Litec
- Grossman S.J. et Hart O.D.** [1988], « One share – one vote and the market for corporate control », *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 175-202
- Hall B. et Murphy K.** [2003], « The trouble with stock-options », *Journal of Economic Perspective*, Volume 17 Issue 3, p.49-70
- Hall J. et Liebman** [1998], « Are CEO Really Paid Like Bureaucrats? », *Quarterly Journal of Economics*, 113, 653-691
- Harris M. et Raviv A.** [1988a], « Corporate control contests and capital structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 55-86
- Harris M. et Raviv A.** [1988b], « Corporate governance: voting rights and majority rules », *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 203-236

- Holmström**, B. [1984], « On the Theory of Delegation », in M. Boyer and R. Kihlstrom (eds.) *Bayesian Models in Economic Theory*, New York: North-Holland.
- Ingersoll** J. [2002], « The subjective and objective evaluation of incentive stock options », *Yale ICF Working paper*, n°02-07
- Jensen** M. [1986], « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, May, Vol. 76 n°2, p. 323-329
- Jensen** M.C. et **Meckling** W.H. [1976], « Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, October, p. 305-360
- Lawson** R. [1998], *Business Law*, Financial Times Pitman Publishing
- Lazear** M. et **Rozen** S. [1981], « Rank-order tournaments as optimum labor contracts », *Journal of Political Economy*, vol. 78, n°4, p. 841-864
- Le Maux** J. [2003], *La protection des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées*, Thèse de doctorat, Université Paris I Sorbonne
- Magnan** M., **Roussel** P., **Saint-Onge** S. et **Trepo** G. [2000], « La rémunération des dirigeants d'entreprise : débats, enjeux et bilans », *notes du LIRHE*, note n°305, janvier
- Magnan** M., **Saint-Onge** S. et **Calloch** Y. [1999], « Power games: Boards of directors and CEO compensation », *Ivey Business Journal*, March-April, p. 38-43
- Merle** P. [2003], *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Dalloz
- Piketty** T. et **Saez** E. [2003], « Income inequality in the United-States 1913-1998 », *Quarterly Journal of Economics*, Février, n°1, p.1-39
- Tosi** H., **Werner** S., **Katz** J. et **Gomez-Mejia** L. [1998], « A meta-analysis of executive compensation studies », *Working paper*, University of Florida
- Trepo** G. et **Roussel** P. [1999], « Performance des grands groupes et stratégies de rétribution des dirigeants », *Cahier de recherche de HEC Paris*, n°665

ANNEXES

Tableau 4 – Matrice des corrélations entre les éléments de communication de la rémunération des dirigeants et les conventions réglementées

		Communication de la rémunération des dirigeants	Communication de la rémunération en année N-1	Communication de la rémunération en année N-2	Communication du mode de détermination du montant	Communication du détail de la rémunération (fixe, variable, ...)	Communication du mode de détermination du montant	Communication du détail de la rémunération (fixe, variable, ...)	Communication des conventions réglementées	Communication des montants des conventions réglementées
Ensemble des dirigeants	Communication de la rémunération des dirigeants	1,0000	0,1612	0,0546	0,0522	0,1763	0,0410	- 0,0310	- 0,0461	- 0,0301
	<i>Signification</i>	.	0,0625	0,5280	0,5488	0,0416	0,6373	0,7202	0,5965	0,7598
	Communication de la rémunération en année N-1	0,1612	1,0000	0,3705	0,0295	0,2765	-	0,0910	0,1829	0,2125
	<i>Signification</i>	0,0625	.	0,0002	0,7702	0,0059	1,0000	0,3676	0,0703	0,0639
	Communication de la rémunération en année N-2	0,0546	0,3705	1,0000	- 0,0419	0,2390	0,0072	0,0283	0,1103	0,0876
	<i>Signification</i>	0,5280	0,0002	.	0,6801	0,0180	0,9436	0,7801	0,2774	0,4483
Communication du mode de détermination du montant		0,0522	0,0295	- 0,0419	1,0000	0,3873	0,6115	0,1622	- 0,0466	- 0,0812
	<i>Signification</i>	0,5488	0,7702	0,6801	.	0,0001	0,0000	0,1102	0,6459	0,4822
Communication du détail de la rémunération (fixe, variable, ...)		0,1763	0,2765	0,2390	0,3873	1,0000	0,2415	0,5546	0,0500	- 0,0453
	<i>Signification</i>	0,0416	0,0059	0,0180	0,0001	.	0,0174	0,0000	0,6206	0,6930
Président	Communication du mode de détermination du montant	0,0410	-	0,0072	0,6115	0,2415	1,0000	0,4352	- 0,0293	0,0196
	<i>Signification</i>	0,6373	1,0000	0,9436	0,0000	0,0174	.	0,0000	0,7743	0,8661
	Communication du détail de la rémunération (fixe, variable, ...)	- 0,0310	0,0910	0,0283	0,1622	0,5546	0,4352	1,0000	0,0475	- 0,0158
<i>Signification</i>	0,7202	0,3676	0,7801	0,1102	0,0000	0,0000	.	0,6402	0,8914	
Communication des conventions réglementées		- 0,0461	0,1829	0,1103	- 0,0466	0,0500	- 0,0293	0,0475	1,0000	0,4000
	<i>Signification</i>	0,5965	0,0703	0,2774	0,6459	0,6206	0,7743	0,6402	.	0,0005
Communication des montants des conventions réglementées		- 0,0301	0,2125	0,0876	- 0,0812	- 0,0453	0,0196	- 0,0158	0,4000	1,0000
	<i>Signification</i>	0,7598	0,0639	0,4483	0,4822	0,6930	0,8661	0,8914	0,0005	.

*** - Significatif au seuil de 1 %, ** - Significatif au seuil de 5 %

Tableau 5 – Résultats des régressions portant sur la rémunération des dirigeants

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8	Modèle 9	Modèle 10	Modèle 11
Constante	- 20 272 523,51	- 19 359 036,90	- 20 208 920,37	- 19 787 532,88	- 19 493 309,65	- 19 291 133,43	- 20 425 626,53	- 17 022 613,98	- 18 511 807,85	- 20 256 737,32	- 19 845 462,70
<i>t de student</i>	-4,212***	-4,153***	-4,393***	-4,259***	-4,226***	-4,150***	-4,328***	-3,626***	-3,926***	-4,393***	-4,222***
Comité de rémunération	- 113 281,93	34 586,75	67 823,87	- 86 865,74	- 205 548,27	- 69 054,30	41 735,71	- 654 590,85	- 468 710,03	40 617,34	- 223 843,95
<i>t de student</i>	- 0,09	0,03	0,05	- 0,07	- 0,16	- 0,05	0,03	- 0,54	- 0,38	0,03	- 0,17
Log du CA	3 645 408,17	3 503 010,83	3 596 548,45	3 560 852,44	3 526 563,31	3 479 911,96	3 654 657,40	3 408 116,17	3 520 316,84	3 605 511,56	3 557 710,55
<i>t de student</i>	5,399***	5,474***	5,706***	5,587***	5,571***	5,432***	5,622***	5,036***	5,274***	5,709***	5,533***
Market-to-Book	286 263,00	432 905,85	387 020,68	339 253,30	307 752,24	340 457,86	376 561,56			380 942,15	486 432,79
<i>t de student</i>	0,94	1,42	1,42	1,24	1,13	1,26	1,36			1,40	1,66
Rentabilité financière	203 151,94										
<i>t de student</i>	0,37										
Rentabilité économique		- 3 260 415,79									
<i>t de student</i>		- 0,66									
Croissance du RN 2002-2003			11729,98								
<i>t de student</i>			1,071								
Croissance du RN 2001-2003				- 4 149,30							
<i>t de student</i>				- 0,02							
Croissance du CA 2002-2003					- 2 503 021,63						
<i>t de student</i>					- 0,87						
Croissance du CA 2001-2003						- 1 454 719,66					
<i>t de student</i>						- 0,80					
Taux d'endettement							-144985,724	- 359 762,28	59 741,31		
<i>t de student</i>							-0,65	- 0,67	0,18		
Croissance du MB 2002-2003								852 508,81			
<i>t de student</i>								0,48			
Croissance du MB 2001-2003									- 642 059,85		
<i>t de student</i>									- 0,54		
Croissance du taux d'end ^t 2002-2003										- 306 289,96	
<i>t de student</i>										- 1,02	
Croissance du taux d'end ^t 2001-2003											- 320 733,58
<i>t de student</i>											- 1,29
R-deux	41,80%	42,20%	43,00%	41,60%	42,50%	42,40%	42,20%	37,50%	39,60%	42,90%	44,00%
R-deux ajusté	36,96%	37,20%	38,20%	36,80%	37,80%	37,60%	37,30%	32%	34,30%	38,10%	39,20%
F	8,620***	8,746***	9,051***	8,560***	8,888***	8,833***	8,745***	6,886***	7,533***	>	9,219***

*** - Significatif au seuil de 1 %, ** - Significatif au seuil de 5 %, * - Significatif au seuil de 10 %

Tableau 6 – Résultats des régressions portant sur la rémunération des présidents

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8	Modèle 9	Modèle 10	Modèle 11
Constante	- 3 648 219,00	- 3 810 142,00	- 3 981 858,00	- 3 845 123,00	- 3 778 615,00	- 3 682 547,00	- 4 434 247,00	- 3 603 700,00	- 3 808 779,00	- 4 025 903,00	- 3 723 839,00
<i>t de student</i>	-2,503***	-2,665***	-2,872***	-2,713***	-2,667***	-2,595**	-3,16***	-2,455**	-2,924***	-2,888***	-2,679***
Comité de rémunération	- 436 336,00	- 441 616,00	- 372 236,00	- 439 535,00	- 460 831,00	- 437 037,00	- 315 311,00	- 623 201,00	- 704 305,00	- 379 326,00	- 513 651,00
<i>t de student</i>	- 1,12	- 1,13	- 0,97	- 1,13	- 1,18	- 1,13	- 0,83	- 1,66	-2,088**	- 0,99	- 1,33
Log du CA	759 176,10	787 085,80	800 092,50	790 416,80	783 831,10	765 616,60	876 474,20	889 658,00	898 632,70	806 750,30	766 964,30
<i>t de student</i>	3,701***	3,977***	4,176***	4,031***	3,998***	3,882***	4,508***	4,177***	4,839***	4,191***	4,001***
Market-to-Book	182 266,40	164 488,90	185 950,30	167 309,20	158 814,20	164 678,30	200 130,80			184 492,20	243 608,40
<i>t de student</i>	1,977*	1,755*	2,255**	1,999**	1,893**	1,989**	2,43**			2,231**	2,775***
Rentabilité financière	- 79 599,90										
<i>t de student</i>	- 0,47										
Rentabilité économique		- 28 164,40									
<i>t de student</i>		- 0,02									
Croissance du RN 02-03			5223,209								
<i>t de student</i>			1,577								
Croissance du RN 01-03				- 21 390,80							
<i>t de student</i>				- 0,38							
Croissance du CA 02-03					- 373 607,00						
<i>t de student</i>					- 0,42						
Croissance du CA 01-03						- 423 465,00					
<i>t de student</i>						- 0,76					
Taux d'endettement							- 125 116,00	- 230 692,00	- 111 243,00		
<i>t de student</i>							-1,952*	- 1,54	- 131,00		
Croissance du MB 02-03								575 263,40			
<i>t de student</i>								1,12			
Croissance du MB 01-03									178 710,00		
<i>t de student</i>									0,57		
Croissance du taux d'enddt 02-03										- 133 476,00	
<i>t de student</i>										- 1,47	
Croissance du taux d'enddt 01-03											- 148 000,00
<i>t de student</i>											-1,996**
R-deux	35,10%	34,80%	38,00%	35,00%	35,10%	35,60%	39,50%	33,30%	40,70%	37,60%	41,80%
R-deux ajusté	29,80%	29,50%	32,90%	29,70%	29,80%	30,30%	34,60%	27,70%	35,60%	32,50%	36,90%
F	6,626***	6,543***	7,496***	6,599***	6,611***	6,765***	8,004***	5,873***	7,895***	7,373***	8,616***

*** - Significatif au seuil de 1 %, ** - Significatif au seuil de 5 %, * - Significatif au seuil de 10 %

Les cahiers du CERGORS

Septembre 2005, *Les cahiers du CERGORS* deviennent *Les cahiers du CERGORS* ! La série « *Les cahiers du CERGORS* » demeure consultable sur le site du CERGORS (<http://cergors.univ-paris1.fr>).

Numéro 1

Olivier Quang-Tri Truong, 2005. « Les entrepreneurs d'origine étrangère en France : le cas des français d'origine vietnamienne », *Les cahiers du CERGORS*, n°1.

Numéro 2 – Septembre 2005

Charles-Henri d'Arcimoles et Julien Le Maux, 2005. « Gouvernance d'entreprise et rémunération des dirigeants en France, Variation sur la transparence et la performance », *Les cahiers du CERGORS*, n°2, Septembre.

Résumé du cahier de recherche :

La complémentarité, et parfois l'affrontement, du marché ou de l'organisation comme fondement de l'investissement social trouve de nombreuses applications en entreprise. Parmi les terrains où ces logiques s'affrontent, on trouve celui de la rémunération des dirigeants. Polémique, ce thème fait en effet l'objet de vives controverses, certains voyant dans les rémunérations actuelles la simple manifestation des prix de marché, d'autres estimant que le travail et la performance des dirigeants ne sont pas dissociables du contexte de l'entreprise, la réussite éventuelle des dirigeants ne pouvant alors être dissociée de celle du corps social en son entier. Dans ce contexte, l'objet de cet article est tout d'abord de rendre compte des différents éléments de ce débat et de s'interroger ainsi, dans une première partie, sur les données et enjeux de cette légitimité contestée des niveaux actuels de rémunération des dirigeants. On présentera dans une seconde partie des résultats empiriques encore inédits, à partir de données françaises, sur la relation rémunération - performance, les effets de l'action des dirigeants sur la performance de l'entreprise étant couramment présentés comme l'une des justifications centrales de leur rémunération.

Mots-clefs :

Gouvernance, rémunération, dirigeant, performance.