

La politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance des dirigeants

Benoît Pigé

▶ **To cite this version:**

Benoît Pigé. La politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance des dirigeants. La Revue du Financier, 1994. hal-02175846

HAL Id: hal-02175846
https://hal.science/hal-02175846

Submitted on 6 Jul 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Benoît Pigé
Professeur des Universités en Sciences de Gestion
Directeur de l'IAE de Franche-Comté

Article publié dans :

« La politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance des dirigeants », La Revue du Financier, N°95, pp.44-64, mars 1994.

Résumé

Bien que l'analyse théorique des modes de résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants souligne le rôle de la politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance, celle-ci n'est pas un élément essentiel du processus d'alignement des intérêts des dirigeants sur les intérêts de leurs actionnaires. Les tests effectués, tant aux Etats-Unis qu'en France, montrent la faiblesse du lien entre la rémunération en espèces et la performance. Les modes de rémunération fondés sur la performance boursière (distribution d'actions et plans d'options sur actions) ne constituent pas, pour les dirigeants, un mode de rémunération adapté aux décisions stratégiques qu'ils sont conduits à prendre pour assurer la pérennité et la croissance de l'entreprise. Le critère traditionnel de maximisation de la valeur boursière de la firme ne se traduit pas pour les dirigeants comme une finalité mais comme une contrainte : les actionnaires sont l'un des partenaires de l'entreprise, à qui il faut accorder une rémunération suffisante, au même titre que les autres parties que sont les salariés, les créanciers (notamment les banques) et les partenaires ou concurrents du marché des biens et services (clients, fournisseurs,..).

Summary

The remuneration policy is not the most important part in the resolution of the conflict between the shareholders' interests and the managers' interests. The empirical studies realised in the USA as well as in France, prove the smallness of the relation between cash remuneration and performance of the firm. The option and action plans are not appropriate to the strategical decisions the managers have to take in order to assure the survival of the firm. The maximization of the market value is not an objective but a constraint : the shareholders want to get some remuneration for their investment just as the employees, the bondholders, and the other partenaries.

Introduction

Selon Berle et Means (1932), la séparation des fonctions de propriété et de direction, qui résulte du développement des grandes sociétés par actions, rend les sociétés de capitaux moins performantes en raison de l'absence de motivation patrimoniale des dirigeants non propriétaires. Etant donné que les firmes à actionnariat dispersé continuent de se développer, il est vraisemblable qu'il existe des mécanismes favorisant l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Si les actionnaires avaient une information complète sur les décisions prises par les dirigeants et sur les opportunités d'investissement de la firme, ils pourraient ajuster les récompenses à l'opportunité des décisions de gestion, compte tenu des différents états de la nature. Tel n'est pas le cas, et bien souvent les actionnaires ne connaissent pas l'éventail des décisions qu'un dirigeant aurait pu prendre ni leur incidence sur la valeur de la firme. La politique de rémunération peut ainsi être conçue de façon à fournir aux dirigeants les incitations nécessaires à la prise en compte et à la mise en oeuvre des décisions maximisant la richesse des actionnaires.

Cet article a pour objet de préciser le rôle de la politique de rémunération, et plus particulièrement de ses différentes composantes, dans l'incitation à la performance des dirigeants en France. Nous aborderons cet aspect incitatif par une synthèse des modèles américains développés et par l'élaboration de nos hypothèses sur la place de chacun des modes de rémunération. A partir des sources de renseignement existantes, nous testerons nos hypothèses avant de proposer une analyse des conséquences théoriques de nos résultats.

Discussion théorique

La politique de rémunération n'est pas neutre, elle témoigne à la fois des objectifs qu'on lui assigne et des facteurs qui lui sont imposés. Elle est également diverse et variée, et pour l'appréhender il est nécessaire d'élaborer des hypothèses à partie de chacune de ses composantes. Dans le cas de la France, nous devrons également tenir compte des sources de renseignement existantes.

Les objectifs d'une politique de rémunération des dirigeants

Les dirigeants ne recherchent pas systématiquement les intérêts de leurs actionnaires. Les éléments de divergence peuvent porter sur trois domaines distincts (Brindisi 1983, Lambert et Larcker 1989).

(1) Les actionnaires souhaitent la maximisation de la rentabilité de leur investissement financier alors que les dirigeants sont tentés de tirer partie de leur position pour percevoir des bénéfices non monétaires du contrôle qu'ils exercent sur les ressources de l'entreprise. Ces derniers peuvent favoriser la poursuite de la croissance du chiffre d'affaires au détriment de la rentabilité des capitaux investis. Ils obtiennent ainsi un statut social plus élevé, une immunité plus grande par rapport aux actionnaires, dans la mesure où la participation de chaque actionnaire est plus diluée, une rémunération supérieure, et une satisfaction plus importante des employés puisque les perspectives de promotion sont plus nombreuses.

(2) Les actionnaires peuvent diversifier leur richesse en la répartissant sur différents actifs alors qu'une grande proportion de la richesse des dirigeants (capital humain, rémunération, participation dans le capital de la firme) est liée à l'évolution de l'entreprise. Ces derniers vont présenter une aversion au risque de l'entreprise plus importante que les actionnaires, ils peuvent être amenés à refuser un projet bénéfique pour les actionnaires en raison des risques personnels perçus comme trop élevés. La politique de rémunération devra prendre en considération les éléments suivants :

* La capacité des représentants des actionnaires à discerner les effets d'un environnement hostile de ceux résultant d'une mauvaise gestion de l'entreprise ;

* Le degré auquel une enveloppe de rémunération peut obliger le dirigeant à supporter un risque qui est au-delà de son contrôle ;

* Le niveau d'acceptation d'un dirigeant donné de supporter ce risque.

(3) La valeur boursière d'une entreprise tient compte de l'ensemble des flux générés par chaque projet et ce quel que soit l'horizon du projet. La richesse des actionnaires est affectée par tous les flux prévisibles de l'entreprise alors que les dirigeants privilégient l'évaluation des projets en fonction de leur contribution aux résultats à court ou moyen terme et en fonction de la durée restant à courir. La politique de rémunération pourra utiliser les rémunérations différées afin d'allonger l'horizon du dirigeant (Eaton et Rosen, 1983). Au lieu d'un versement qui peut être immédiatement encaissé par le dirigeant, le revenu différé ne peut être encaissé qu'à un certain moment dans le futur après que certaines conditions aient été remplies.

Tableau n°1 : Principales hypothèses testées par les modèles étudiant la politique de rémunération des dirigeants en tant qu'incitation à la performance.

Hypothèse testée	Modèles	Conclusion des modèles
Le niveau de rémunération des dirigeants dépend prioritairement de la taille de l'entreprise	MCGUIRE, CHIU ET ELBING (1962), MURPHY (1985), SCHMIDT ET FOWLER (1990), LAMBERT, LARCKER ET WEIGELT (1991)	OUI
	LEWELLEN ET HUNTSMAN (1970)	NON
L'évolution de la rémunération en espèces est liée à la croissance de la firme	MCGUIRE, CHIU ET ELBING (1962), MURPHY (1985), LAMBERT, LARCKER ET WEIGELT (1991)	OUI
L'évolution de la rémunération en espèces est liée à la performance boursière de la firme	MURPHY (1985), JENSEN ET MURPHY (1990)	OUI
	BENSTON (1985), SCHMIDT ET FOWLER (1990)	NON
L'évolution de la rémunération en espèces est liée à la performance comptable de la firme	SCHMIDT ET FOWLER (1990), JENSEN ET MURPHY (1990)	OUI
	MCGUIRE, CHIU ET ELBING (1962)	NON
La mise en place de plans d'options incite le dirigeant à améliorer la performance boursière	BENSTON (1985), MURPHY (1985), JENSEN ET MURPHY (1990)	OUI
	DEFUSCO, ZORN ET JOHNSON (1991)	NON
La part relative des différents modes de rémunération tient compte du risque de la firme et du secteur d'activité	EATON ET ROSEN (1983), LAMBERT ET LARCKER (1985), LEWELLEN LODERER ET MARTIN (1987)	OUI
La structure du pouvoir des dirigeants et des actionnaires a une incidence forte sur l'évolution de la rémunération	GOMEZ-MEJIA, TOSI ET HINKIN (1987), FINKELSTEIN ET HAMBRICK (1989)	OUI

Ainsi que le montre le tableau n°1, aux Etats-Unis, le lien entre la richesse des actionnaires et celle des dirigeants n'est pas du à la rémunération en espèces (salaire et

bonus), mais au patrimoine en actions du dirigeant et aux plans d'options sur actions[1]. Le niveau de rémunération en espèces est, par contre, fortement affecté par la taille de l'organisation et notamment par le niveau du chiffre d'affaires (Murphy, 1985). La faible sensibilité paie-performance peut s'expliquer par le jeu des forces externes à l'entreprise, parmi lesquelles on peut recenser le marché du travail (Fama, 1980), le marché du contrôle des entreprises (Morck et al., 1989), et la concurrence sur les marchés de biens et services (Jensen et Meckling, 1976). Bien que ce résultat soit contesté (Finkelstein et Hambrick, 1989), l'attachement des dirigeants à la performance de leur firme serait accru si ces derniers devaient rendre compte à une entité externe disposant d'intérêts significatifs dans l'entreprise (Gomez-Mejia et al., 1987). De même, la rémunération en espèces des dirigeants d'entreprises managériales est plus sensible à l'évolution de la performance que celle des dirigeants d'entreprises familiales (Finkelstein et Hambrich, 1989).

Les rémunérations assises sur l'évolution du cours boursier de la firme, si elles constituent un moyen privilégié d'alignement de la richesse des dirigeants sur celle des actionnaires, ont en contrepartie pour effet d'accroître l'exposition au risque du dirigeant (Defusco et al., 1991). Leur utilisation dépendra des caractéristiques de la firme et de celles du dirigeant (Lewellen et al., 1987). Selon Lambert et Larcker (1989), les plans d'options sur actions peuvent inciter le dirigeant à investir dans des projets plus risqués puisque le dirigeant ne subira pas un coût supplémentaire en cas d'échec de l'investissement (la valeur de l'option sera de 0), alors qu'à l'inverse la valeur de l'option augmente avec l'accroissement de la volatilité du cours boursier de la firme, ce qui permet au dirigeant de partager le potentiel de hausse de la valeur de la firme. Cette approche n'est pas acceptable en l'état puisque le modèle standard d'évaluation des options n'est pas applicable aux dirigeants : ceux-ci ne peuvent pas céder leurs options à d'autres investisseurs. Si le prix d'exercice de l'option est supérieur au cours boursier de l'entreprise, le dirigeant cherchera à accroître la volatilité du cours boursier de la firme, alors qu'à l'inverse si le prix d'exercice est inférieur, le dirigeant cherchera à conserver l'avantage monétaire qu'il a acquis, en réduisant la variabilité du cours boursier. Seuls les plans d'options qui prévoient un prix d'exercice supérieur au cours boursier actuel, permettent de surmonter l'aversion au risque des dirigeants.

Les plans d'options sur actions sont en apparence peu coûteux pour les actionnaires car, si l'on excepte le montant de la décote qui est consentie sur le prix d'exercice (plafonnée à 10%) en cas de rachat d'actions en bourse, l'entreprise n'a pas à décaisser d'argent pour payer ce mode de rémunération. De plus la rémunération qui est octroyée par ce canal est

[1] Voir notamment Pigé (1992).

fiscalement très intéressante puisqu'elle n'entraîne pas de taxes et n'est soumise à l'impôt sur les plus-values pour le dirigeant que lors de la cession des titres. Le principal coût pour les actionnaires provient de la dilution de leur participation et de la diminution des résultats par actions, car les dirigeants s'approprient indirectement une partie de la valeur de la firme. L'octroi d'options peut permettre aux dirigeants de se maintenir à leur poste contre l'avis des principaux actionnaires (ceci peut expliquer la raison de la limite de 10% du capital fixée par le législateur). On devrait donc noter une corrélation entre la mise en place de plans d'options et la taille de la firme. Plus la firme sera importante et plus le risque de dilution sera faible. De même plus la firme est importante et plus il est fréquent de rencontrer un actionnariat dispersé et d'être en présence d'une firme que l'on peut qualifier de managériale. Les plans d'options seront favorisés dans les grands groupes internationaux par rapport aux sociétés familiales, car le risque de perte de contrôle est plus sensible dans des structures à actionnariat familial que dans des structures managériales ou à actionnaire unique. Dans les sociétés familiales il peut être plus délicat de réunir les fonds nécessaires au rachat des actions du dirigeant si l'on souhaite que l'octroi d'options ne soit qu'un mode de rémunération parmi d'autres et non un moyen d'accroître la participation du dirigeant au capital.

La prise en compte du risque et de la performance de l'entreprise explique l'utilisation de systèmes de bonus liés à la performance à court terme (Tehranian et Waegelein, 1985) ou à long terme (Brickley et al., 1985). Comme le dirigeant contrôle davantage ses résultats comptables que le cours boursier de sa firme, il peut réduire son exposition au risque. Les contrats de bonus sont accueillis favorablement par les actionnaires (Lambert et Larcker, 1985).

Différents critères affectent la composition de la rémunération d'un dirigeant :

- Le niveau des responsabilités, de la taille et de la croissance de l'entreprise. Les rémunérations à caractère stable sont d'autant plus diversifiées que la taille de l'entreprise est élevée et que le niveau hiérarchique du dirigeant est important. La maximisation du taux de croissance peut se justifier du point de vue des dirigeants, car des éléments tels que le salaire, le pouvoir et le prestige sont souvent associés à la taille (Marris, 1964) ;

- La performance boursière et comptable de l'entreprise ;

- Les caractéristiques de la firme affectant la capacité des administrateurs à réaliser un contrôle effectif des décisions des dirigeants (Finkelstein et Hambrick, 1989) : les mécanismes de résolution des conflits sont étroitement dépendants

des conditions dans lesquelles se déroulent ces conflits. A chaque type de conflit correspond un mode de résolution privilégié.

- La fiabilité des signaux futurs que l'entreprise recevra sur sa performance : plus les signaux sont fiables et plus l'exposition au risque du dirigeant est faible.

- Les caractéristiques du dirigeant, et notamment son âge puisqu'un dirigeant jeune percevra le fruit à long terme de ses décisions, alors qu'un dirigeant plus âgé ne percevra que le fruit de ses décisions à court terme. De plus ce dernier sera moins intéressé par les revenus immédiats dans la mesure où sa richesse personnelle est plus élevée alors que ses besoins de consommation sont plus faibles.

Les études empiriques américaines indiquent que la composition des systèmes de rémunération ne tiendra pas seulement compte de l'aspect d'efficience fiscale de chaque mode de rémunération (Miller et Scholes, 1982), mais également et principalement de la contribution de chaque mode de rémunération à la résolution des conflits exposés précédemment. Chacun d'entre eux comporte des effets négatifs et positifs sur le comportement des dirigeants par rapport à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Pour évaluer ces effets, il est nécessaire de segmenter les firmes en fonction de leur nature d'activité (diversification ou spécialisation dans une activité), de leur cycle de vie (en croissance, à maturité ou en déclin, Milkovich et Newman 1987), et de la structure de leur actionnariat.

La construction des hypothèses

Hypothèse 1 : Le salaire de base a pour principal objectif de réduire le risque du dirigeant en lui assurant un revenu minimal indépendant de la performance de l'entreprise. Il est fonction du niveau de responsabilités du dirigeant (Murphy, 1985) et des niveaux compétitifs de rémunération sur le marché du travail (Milkovich et Newman, 1987).

Hypothèse 2 : Les avantages en nature permettent de renforcer l'attachement des dirigeants à leur entreprise en accentuant le coût d'un départ.

Hypothèse 3 : Le bonus est fréquemment basé sur des critères comptables de performance, afin de libérer partiellement le dirigeant de l'incidence de l'évolution économique globale. Il a pour rôle de réduire le risque du dirigeant face aux événements extérieurs à l'entreprise, tout en l'incitant à accroître la rentabilité. Sa part est d'autant plus importante que le dirigeant occupe un poste de responsabilité élevé.

Hypothèse 4 : En plus des éventuels avantages fiscaux (Miller et Scholes, 1982), l'existence des rémunérations différées s'explique par la difficulté à contrôler et à évaluer l'effort fourni par les dirigeants. Une firme préfèrera accroître la part de la rémunération différée quand les indicateurs futurs de la performance du dirigeant ont un pouvoir informatif supérieur aux indicateurs actuels.

Hypothèse 5 : Les options sur actions favorisent la maximisation de la valeur de l'entreprise, leur octroi n'est que peu affecté par des considérations fiscales.

Hypothèse 6 : La distribution d'actions permet d'aligner l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires.

Hypothèse 7 : La rémunération des dirigeants (Pdg et directeurs généraux) doit être décidée par les actionnaires et mise en place par leurs représentants, les administrateurs.

Hypothèse 8 : Le montant de la rémunération des dirigeants est prioritairement affecté par le niveau des responsabilités (la taille de l'entreprise).

Hypothèse 9 : Le montant de la rémunération des dirigeants est affecté davantage par la performance comptable que par la performance boursière. La politique de rémunération, et notamment la détermination des augmentations de rémunération, doit favoriser une élévation de la performance de l'entreprise. Les écarts de rémunération au sein de l'équipe de direction doivent être significatifs, afin de fournir une incitation accrue à la performance. L'accès à des responsabilités supérieures s'accompagne d'un accroissement de richesse très significatif. Les écarts de rémunération observés entre les dirigeants d'entreprises en France s'expliquent principalement par la taille et la performance de l'entreprise.

Hypothèse 10 : Selon la nature de l'actionnariat le contrôle des dirigeants diffèrera et la politique de rémunération n'aura pas le même rôle incitatif. Les dirigeants d'entreprises familiales percevront une rémunération moins élevée que les autres dirigeants car ils perçoivent des revenus liés à leur participation au capital. Les dirigeants de sociétés mères bénéficieront d'une rémunération plus élevée que les dirigeants d'entreprises filiales car ils ne sont pas soumis à un contrôle direct de leurs actionnaires. Les administrateurs de la société filiale sont fréquemment les dirigeants de la société mère, alors que les administrateurs de la société mère sont en partie dépendants de leur président qui a contribué à leur désignation et à leur élection au cours de l'assemblée générale des actionnaires.

Hypothèse 11 : Le secteur d'activité conditionne le risque de l'entreprise et par voie de conséquence la compostion et le montant de la politique de rémunération. Plus le risque est

élevé et plus le dirigeant exigera une rémunération élevée pour compenser un accroissement de la part variable dans l'ensemble de sa rémunération.

Hypothèse 12 : La formation est représentative d'un capital humain, la rémunération doit en tenir compte si ce capital est nécessaire à la gestion de l'entreprise et s'il permet d'acquérir plus rapidement le capital humain spécifique à l'entreprise. De même l'expérience professionnelle constitue un investissement personnel du dirigeant qu'il convient de rémunérer. Le mode de nomination du dirigeant a une double influence sur la rémunération. Le dirigeant qui est recruté à l'extérieur de la firme prend un risque en entrant dans une société qu'il ne connaît pas, et il va exiger une rémunération supérieure. A l'inverse, le dirigeant promu de l'intérieur de la firme a accumulé un capital spécifique, il s'est forgé un réseau de relations informelles, et il dispose de davantage de pouvoir interne pour pouvoir imposer la rémunération qu'il souhaite.

Le recensement des sources de renseignement

Les données sur les rémunérations des dirigeants d'entreprises peuvent provenir de trois sources distinctes.

(1) Les renseignements fournis directement par l'entreprise. En France, compte tenu de la confidentialité de ces informations, la seule obligation qui est faite aux entreprises est de publier le montant global des rémunérations (telles qu'elles figurent sur la Déclaration Annuelle Des Salaires "DADS", c'est à dire les rémunérations versées au cours de l'année civile) des cinq ou dix personnes les mieux rémunérées de la société (le nombre de personnes à prendre en compte varie en fonction de l'effectif de l'entreprise). Compte tenu de la faiblesse des pénalités encourues, de nombreuses sociétés ne publient pas ces chiffres ou les rendent inutilisables en faisant rémunérer les principaux dirigeants par une société holding ou par une multitude de sociétés distinctes sous couvert de l'exercice de mandats sociaux dans chacune de ces sociétés. Il ne nous a donc pas été possible de nous appuyer sur ces renseignements pour établir une base de données fiable[2].

(2) Les enquêtes de rémunération réalisées soit par des organismes publics soit par des cabinets de conseil en rémunération. L'INSEE dispose d'échantillons significatifs sur une base très élargie par rapport à ce que nous recherchions (par exemple, la catégorie chefs

[2] Le cabinet Monks d'études de rémunération des cadres dirigeants est arrivé à la même conclusion après avoir essayé de collecter ces renseignements.

d'entreprise regroupe l'ensemble des chefs d'entreprise, que l'effectif soit de deux ou de cent mille personnes). De plus, il n'est que peu intéressé par ce type d'études et refuse d'effectuer des tests sur ses données (pour des raisons de temps et de confidentialité). Sur les principaux cabinets de conseil en rémunération, trois cabinets nous ont communiqués des données exploitables. En collaboration avec la CEGOS nous avons analysé une base de données comprenant pour 1.800 cadres : le salaire brut, la part variable du salaire brut, le montant de l'intéressement versé, la position hiérarchique, et le nombre de cadres subordonnés. Ces données portent sur l'année 1991 et proviennent de 18 sociétés différentes. HEWITT nous a communiqué les résultats de ses analyses statistiques effectuées au cours des années 1988 à 1991. MONKS nous a confié des informations agrégées sur la rémunération des cadres dirigeants en France et en Europe.

(3) L'enquête directe auprès des entreprises. Avec l'aide matérielle du cabinet de conseil en rémunération CEGOS nous avons adressé un questionnaire qualitatif à 300 présidents d'entreprises cotées en Bourse. Malgré une relance téléphonique, nous n'avons obtenu qu'une vingtaine de réponses. Ce questionnaire a permis de recueillir l'avis des principaux dirigeants sur le rôle dévolu à chaque élément de la rémunération ainsi que sur l'utilité et l'efficacité de chacun de ces éléments.

Résultats empiriques

Test hypothèse 1 : Le salaire de base doit être déterminé en priorité par le niveau de responsabilité (assez ou très important dans la totalité des réponses), puis par le prix du marché et la performance de l'entreprise (assez ou très important dans 90% et 70% des réponses), le secteur d'activité ne joue qu'un rôle marginal (pas ou peu important dans 80% des réponses).

Pour les 177 cadres supérieurs étudiés (nous ne disposons pas des informations sur la rémunération des membres de la direction : Pdg et directeurs généraux), le salaire moyen est de 575.000 F (tableau n°2). Ce salaire brut représente en moyenne 158% du salaire brut moyen des cadres supervisés directement. Il confère aux cadres supérieurs, et a fortiori aux dirigeants, une rémunération suffisante pour couvrir les besoins matériels courants.

Tableau n°2 : Salaire brut des cadres supérieurs. Année 1991.

Variable étudiée	Nombre	Moyenne	Ecart-type	Maximum
Salaire brut (Sb) :				
Toutes entreprises confondues	177	575 kf	167 kf	1062 kf
Moyenne par entreprise	17	581 kf	110 kf	761 kf
Sb / Sb des cadres directement subordonnés				
Toutes entreprises confondues	173	1,58	0,43	4,00
Moyenne par entreprise	16	1,65	0,25	2,06

Notre hypothèse est confirmée, le salaire est déterminé principalement par le niveau de responsabilité et par les seuils imposés par le marché du travail.

Test hypothèse 2 : Les avantages en nature sont déterminés en priorité par le rang hiérarchique du dirigeant (assez ou très important dans plus de 50% des réponses). La nature des relations entre le dirigeant et le conseil d'administration et l'aspect compensation de salaire ne sont pas déterminants dans la mise en place des avantages en nature (pas ou peu importants dans 80% et 65% des réponses). L'utilité de ces avantages pour la fonction du dirigeant doit être prise en compte. Entre 84% et 90% des chefs d'entreprise bénéficient d'une voiture de société (Hewitt 1988, Monks 1990) ; ce chiffre tend à se rapprocher de 100% pour les dirigeants de grandes entreprises. Dans les sociétés indépendantes tous les dirigeants en ont une contre 80% dans les sociétés filiales d'un groupe.

L'octroi des avantages en nature est discrétionnaire et symbolique du statut du dirigeant au sein de l'entreprise et vis à vis des tiers. Certains de ces avantages ont un impact financier peu important au regard de leur impact psychologique, mais ils constituent une forme de reconnaissance par l'entreprise.

Test hypothèse 3 : 95% des dirigeants estiment que le bonus doit être déterminé par les résultats de l'entreprise et 80% par la réalisation de certains objectifs pré-définis, contre seulement 20% par l'évolution de la valeur boursière de l'entreprise (réponses "assez ou très important").

En France, 76% des chefs d'entreprise bénéficieraient d'une rémunération variable (composée des primes et intéressement) et celle-ci représenterait en moyenne 16% de leur rémunération globale (Hewitt 1988, étude réalisée auprès d'une centaine de chefs d'entreprise). Plus la rémunération variable est répandue dans les entreprises et plus sa part est faible. Ainsi 100% des chefs d'entreprise du secteur des hautes technologies perçoivent une rémunération variable, mais celle-ci ne représente en moyenne que 9% de leur rémunération globale, alors que seulement 56% des chefs d'entreprise du secteur de la

distribution en perçoivent une, mais elle représente alors en moyenne 18% de leur rémunération globale.

Selon notre hypothèse, la part de la rémunération variable varie en fonction du risque de l'entreprise. Dans le secteur des hautes technologies où le risque lié au secteur d'activité est élevé, le bonus ne représente pas une part très élevée de la rémunération puisque les résultats de la firme sont en grande partie conditionnés par l'évolution du marché. A l'inverse dans la distribution, la conjoncture est moins heurtée et les résultats de l'entreprise dépendent prioritairement de la stratégie mise en oeuvre par les dirigeants.

D'après l'étude de Monks (1990) réalisée sur 66 Pdg et 250 DG (Directeurs Généraux) ou DGA (Directeurs Généraux Adjoints), plus de 90% des Pdg et 80% des DG perçoivent un bonus. Pour les Pdg ce pourcentage est plus élevé dans les petites entreprises par rapport aux grandes (96% contre 88%), alors que pour les DG c'est l'inverse (92% de plans de bonus dans les grandes entreprises contre 72% dans les petites). Ceci peut s'expliquer, pour les Pdg, par la répartition des plans d'options qui sont plus fréquents dans les grands groupes que dans les PME. Ainsi les Pdg des PME ont fréquemment une part très élevée de leur richesse liée à leur entreprise et les systèmes de bonus permettent de ne pas accroître le risque du dirigeant tout en lui assurant une rémunération accrue en cas de performances élevées. Pour les DG, la proportion plus élevée de systèmes de bonus dans les grandes entreprises par rapport aux petites s'explique par la nature des liens qui unissent les dirigeants entre eux. Dans les petites organisations, la supervision du travail est beaucoup plus directe. Il est plus facile pour le Pdg ou le conseil d'administration de faire varier le salaire du directeur général en fonction des efforts qu'il a fournis.

Pour les dirigeants interrogés, le salaire de base devrait représenter en moyenne 68% de la rémunération du Pdg, 72% de celle des DG (Directeurs Généraux) et 78% de celle des membres du comité de direction ; les avantages en nature autour de 5% pour le Pdg contre 4% pour les autres dirigeants. Le bonus devrait être de 19% pour le Pdg, 17% pour les DG et 14% pour les membres du comité de direction. Le solde de la rémunération directe est constitué par l'intéressement. La part de la rémunération variable dans la rémunération directe doit varier de façon croissante avec le niveau hiérarchique du dirigeant.

Près de 80% des Directeurs Généraux bénéficiaires des plans de bonus perçoivent un montant inférieur à 20% de leur salaire, contre seulement 33% des Présidents-Directeurs Généraux (Monks, 1990)). Alors que le bonus semble concerner la même proportion de directeurs généraux que de Pdg, le montant moyen du bonus est nettement plus élevé pour ces derniers. La part de la rémunération "à risque" est croissante au fur et à mesure que l'on progresse dans l'échelle des responsabilités. La rémunération, en tant qu'incitation à la

performance, doit avoir un rôle d'autant plus important à jouer que les autres mécanismes de contrôle et de motivation des dirigeants sont faibles. Les directeurs généraux, à la différence du président du conseil d'administration, subissent une supervision directe en la personne du Pdg qui est le premier responsable aux yeux des actionnaires de la politique élaborée et mise en oeuvre par l'entreprise.

Cette évolution est encore plus nette si l'on retient les cadres supérieurs, puisqu'ils ne sont que 54% à percevoir une rémunération variable, et celle-ci ne constitue en moyenne que 8% de leur salaire brut (tableau n°3). L'utilisation des rémunérations variables semble différer fortement d'une entreprise à l'autre puisque dans certaines entreprises tous les cadres supérieurs bénéficieront d'une rémunération variable alors que dans d'autres aucun n'en bénéficiera.

Sur notre échantillon, l'intéressement représente en moyenne 1% du salaire brut, ce qui souligne son impact faible en termes de motivation des cadres supérieurs.

Tableau n°3 : Cadres supérieurs ayant une part de leur salaire brut variable. Année 1991.

Variable étudiée	Nombre	Moyenne	Ecart-type	Maximum
Proportion des cadres supérieurs :				
Toutes entreprises confondues	177	54%		
Moyenne par entreprise	17	38%	43%	100%
Montant de la part variable :				
Toutes entreprises confondues	96	8%	6%	31%
Moyenne par entreprise	17	8%	7%	23%

Les indicateurs de performance retenus par les entreprises pour calculer le bonus des Pdg sont dans près de deux tiers des cas le résultat net (avant ou après impôt) contre le résultat par action et la rentabilité des capitaux dans un autre tiers des cas (Monks, 1990). Les mesures qualitatives ou quantitatives liées à la nature des responsabilités occupées interviennent chacune dans 66% des cas. En ce qui concerne les bonus des DG les entreprises privilégient les mesures liées à la nature du poste et seulement une entreprise sur deux tient compte du résultat net et moins d'une sur cinq du résultat par action et de la rentabilité des capitaux. Les critères boursiers sont très rarement retenus pour déterminer le bonus, ce qui confirme l'hypothèse de Holmstrom (1979) pour qui le conseil d'administration, incapable d'observer directement les efforts des dirigeants, basera leur rémunération non seulement sur la performance boursière, mais également sur toute autre variable capable de fournir une information supplémentaire sur la productivité réelle des dirigeants.

Test hypothèse 4 : Pour 60% des dirigeants, les revenus différés ont pour principale raison d'être des raisons fiscales , alors qu'ils ne sont que 45% à estimer qu'ils doivent permettre de s'assurer a posteriori que le dirigeant a bien géré son entreprise. Pour certains Pdg les rémunérations différées permettent également d'accroître la fidélisation du dirigeant.

Test hypothèse 5 : 60% des dirigeants pensent que les options sur actions sont distribuées pour des considérations fiscales contre 35% pour maximiser la valeur de l'entreprise.

Un chef d'entreprise sur cinq bénéficiait d'un plan d'options en 1988, et l'on pouvait noter un fort développement (Hewitt, 1988). Il convient de rappeler que c'est depuis 1987 que les plans d'options sur actions sont ouverts aux mandataires sociaux. Comme le notent les auteurs[3] : "*il apparaît par ailleurs que la pratique du stock option est faiblement liée au niveau de rémunération globale du chef d'entreprise. De même, il n'existe pas de lien apparent entre le stock-option et la rémunération variable : le stock-option n'est pas attribué en substitution de tout ou partie de la rémunération variable, mais accordé en plus de la rémunération variable existante. Il est d'autre part très intéressant de constater que l'attribution du stock-option est fortement liée à la rentabilité financière de l'entreprise. Plus le résultat de l'entreprise est négatif ou faible, plus les chefs d'entreprise bénéficient d'un stock-option. Le stock-option est ainsi clairement, dans une situation de rentabilité insuffisante, un intéressement à moyen et long terme sur le redressement de l'entreprise".*

De même, l'attribution des options en période de difficultés financières s'explique par le souhait des actionnaires de fournir aux dirigeants une très forte incitation supplémentaire. La situation étant plus difficile pour le dirigeant, il est nécessaire de lui garantir des possibilités de revenus plus élevées, afin de l'inciter à produire des efforts plus importants permettant le redressement de l'entreprise.

14% des entreprises sondées ont actuellement un plan d'options sur actions en cours, et pour 42% d'entre elles ce plan d'options a été mis en place en 1987 et 1988 (Hewitt, 1990). L'année 1987 correspond à l'aménagement fiscal du plan d'options et à l'ouverture aux dirigeants sociaux comme bénéficiaires. Il est donc possible d'en tirer deux conclusions immédiates : l'aspect fiscal joue un rôle non négligeable dans le choix d'un mode de rémunération, et les dirigeants sociaux sont les principaux concernés par la mise en place de plans d'options.

---

[3]Hewitt (1988), pp.16-17.

Dans 70% des cas les bénéficiaires sont soit uniquement les dirigeants, soit les dirigeants et les cadres supérieurs : "*la sélection des bénéficiaires est directement liée aux objectifs que poursuivent les entreprises lorsqu'elles mettent en place un plan d'options :*

- si elles cherchent d'abord à développer le sentiment d'appartenance, à favoriser l'actionnariat et à fidéliser un grand nombre de salariés, elles vont ouvrir le plan à un grand nombre de bénéficiaires. Dans ce cas les options seront généralement d'un montant limité et c'est plus la constitution d'un capital à long terme qui sera visée que la perspective de plus-values financières importantes et rapides,

- si elles cherchent d'abord à procurer une rémunération fiscalement performante et à impliquer directement certains salariés dans la réussite de l'entreprise, les entreprises vont généralement n'ouvrir le plan qu'à un nombre limité de salariés dont la contribution est décisive. Dans ce cas, le montant des options sera généralement plus élevé".[4]

Le capital social disponible pour les plans d'options sur actions s'établit entre 0,6% et 10% avec une moyenne à 4,1% et une médiane à 3% (légalement il ne peut dépasser 33% du capital). Afin de fixer les montants d'options qui sont consentis pour chaque individu, les sociétés tiennent principalement compte du niveau hiérarchique et du niveau de rémunération. Plus rarement (5 entreprises sur les 32 ayant un plan d'options sur actions en cours) elles prennent également en compte la performance individuelle. Les options sont alors perçues comme un moyen de récompenser les éléments les plus brillants de l'entreprise et de mieux les associer au succès de leur entreprise.

Deux tiers des entreprises appliquent une décote sur le prix d'exercice de leurs options et jusqu'en 1990, 72% des entreprises appliquant une décote utilisaient le montant maximum autorisé c'est à dire 20% (montant ramené à 10%, pour la partie déductible, par la Loi de Finance 1990). A l'époque il s'agissait également d'un moyen de gérer au mieux la fiscalité des rémunérations puisque la plus value liée à l'exercice de l'option était non imposable sous certaines conditions de durée de détention (avantage fiscal supprimé par la Loi de Finance 1990).

Environ deux Pdg sur trois bénéficient de plans d'options sur actions (Monks, 1990). Cette proportion est légèrement plus importante pour les grandes entreprises que pour les petites. L'effet taille s'explique sans doute par l'accès plus fréquent au marché boursier pour les grandes entreprises et par le risque plus faible de dilution de la participation des principaux actionnaires. En effet, si la capitalisation boursière de l'entreprise est très élevée, l'octroi d'options sur actions n'aura qu'un impact faible sur le nombre d'actions en circulation.

---

[4]Hewitt (1990), p.11.

La plupart des Pdg reçoivent des options sur actions pour une valeur comprise entre une fois et deux fois le salaire. Seulement deux directeurs généraux sur cinq en bénéficient et pour un montant compris entre 20% et 70% du salaire. Fiscalement les plans d'options sur actions sont nettement plus efficients qu'une quelconque augmentation de salaire pour un dirigeant se situant dans la tranche supérieure d'imposition. Dans le premier cas si l'entreprise lui accorde une décote de 10% il percevra un peu plus de 80% de cette décote en net (après exercice, cession et imposition des actions) contre seulement un tiers en cas d'augmentation de salaire.

Le mécanisme des options apparait comme un moyen avantageux fiscalement de distribuer des revenus mais non comme un moyen d'accroître la participation du dirigeant au capital de son entreprise. Les mécanismes d'options sur actions et de distribution d'actions sont appréhendés comme deux moyens répondant à des buts distincts.

Test hypothèse 6 : 85% des dirigeants estiment que la distribution d'actions a pour effet de rendre le dirigeant solidaire de ses actionnaires contre 10% de renforcer le pouvoir du dirigeant et 0% de diluer le contrôle des actionnaires.

Test hypothèse 7 : Pour 35% des Pdg, ce sont les actionnaires qui décident de la rémunération, et pour 65% ce sont leurs représentants, les administrateurs. Par contre pour les directeurs généraux, les actionnaires ne décident de la rémunération que dans 5% des cas contre 30% pour les administrateurs et 65% pour le Pdg. Les Pdg ont un régime particulier puisqu'en tant que présidents du conseil d'administration, ils sont sont à la fois juges et parties pour déterminer le montant de leur rémunération.

Test hypothèse 8 : Les Pdg expliquent les écarts de rémunération entre dirigeants en France par les raisons suivantes (le pourcentage entre parenthèses indique la proportion de réponses estimant la raison assez ou très importante) : la taille de l'entreprise (83%), l'âge du dirigeant (83%), la nature de l'actionnariat (79%), les résultats financiers de la société (78%), le secteur d'activité (72%), la formation du dirigeant (72%), l'origine du dirigeant : promotion interne ou recrutement externe (68%), le contrôle de l'Etat sur les entreprises (67%), et l'ancienneté du dirigeant à son poste (61%). Parmi toutes les raisons proposées seule la valeur boursière de l'entreprise est considérée majoritairement comme pas ou peu importante (78% des réponses). Les réponses des Pdg corroborent les études que nous avons citées précedemment.

Le premier facteur explicatif du niveau de la rémunération est, en France comme aux Etats-Unis, le niveau des responsabilités assumées par le dirigeant. Ce niveau est fréquemment mesuré par le chiffre d'affaires dont le dirigeant a la charge. Le second facteur

explicatif semble être tout à la fois le statut de la firme (indépendante, internationale, ou filiale) et le secteur d'activité dans lequel elle opère. La performance semble ne jouer un rôle significatif que sur le montant de la rémunération variable. Ces résultats sont en majeure partie en accord avec les analyses formulées par les modèles américains testant le rôle de la rémunération dans la résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants.

Selon une enquête réalisée par Hewitt pour le magazine *L'Expansion* en 1991[5], on observe une forte corrélation (0,77) entre la rémunération annuelle globale (salaire fixe annuel + rémunération annuelle variable) du Pdg et le chiffre d'affaires de l'entreprise. Une entreprise, qui a un chiffre d'affaires dix fois supérieur à celui d'une autre entreprise, versera en moyenne à son Pdg une rémunération supérieure de 15% à celle du Pdg de l'autre firme. Si l'on descend au niveau du directeur général, l'écart de salaire sera alors de +12% pour un chiffre d'affaires dix fois supérieur. Pour un directeur général adjoint l'écart de salaire sera de +7%. Par contre au niveau d'un directeur de division, si l'on ne retient que le chiffre d'affaires dont il est responsable, l'écart de salaire est alors de 17,5% pour un chiffre d'affaires dix fois supérieur. On peut noter que la dispersion est plus importante pour le Pdg et les directeurs généraux (autour de 13% pour l'écart type) que pour le directeur de division (9,74%).

L'évolution de la rémunération des dirigeants n'est pas une fonction directe du chiffre d'affaires géré. A partir d'un certain niveau de chiffre d'affaires, il semblerait que la rémunération tende à stagner (Monks, 1990). Il existe une incitation très forte à la croissance pour les dirigeants de petites entreprises, mais cette incitation tend à s'estomper avec l'accroissement du volume des ventes. La relation exacte observée par Hewitt faisait d'ailleurs intervenir le logarithme du chiffre d'affaires sous la forme :

Rémunération annuelle globale = Exp [0,06 Log(Chiffre d'affaires) + 6,50]

Ainsi l'incitation à la croissance n'est pas à prendre en compte en termes de progression en valeur mais de progression en pourcentage. De plus, il semble que la rémunération variable soit également sensible à la taille de l'entreprise et ce d'une manière équivalente au salaire de base. De même on observe une symétrie entre la rémunération (ou le salaire) du Pdg et celle des directeurs généraux. Le montant du chiffre d'affaires géré exerce une influence significative sur le montant de la rémunération, et ce quel que soit l'échelon hiérarchique du dirigeant. La liaison observée entre le chiffre d'affaires et la rémunération n'est pas spécifique au Pdg, elle ne permet pas, à elle seule, d'expliquer un comportement opportuniste des dirigeants au détriment des actionnaires.

---

[5]Nous ne disposons pas des renseignements concernant la composition de l'échantillon étudié.

La taille, qu'elle soit appréhendée par le chiffre d'affaires de la société, de la division, ou du service, est un indicateur très important du niveau de responsabilité du dirigeant. Si l'on compare cette sensibilité de la rémunération des Pdg au chiffre d'affaires pour les dirigeants français par rapport aux dirigeants des autres pays, on s'aperçoit[6] que l'élasticité de la rémunération du Pdg par rapport au chiffre d'affaires est plus forte aux Etats-Unis, et qu'en France elle se situe dans la moyenne des autres pays européens. En Europe, la Grande Bretagne enregistre l'élasticité la plus élevée.

Ces différences sont à rapprocher du niveau de rémunération des cadres dirigeants européens par rapport à leurs homologues américains. Les écarts de revenus sont très spectaculaires entre l'Europe et l'Asie d'une part et l'Amérique du Nord d'autre part[7]. Si les rémunérations ont moins d'amplitude en Europe, il est normal que l'élasticité avec la taille de l'entreprise soit plus faible.

L'effectif de l'entreprise explique 5% des variations de la rémunération globale des chefs d'entreprise (Hewitt, 1988). Bien que la taille ne soit pas un facteur explicatif de la part de la rémunération variable dans la rémunération globale, pour les entreprises de moins de 200 salariés seulement 53% des chefs d'entreprise percevaient une rémunération variable contre environ 80% au delà de 200 salariés. Plus la taille de l'entreprise croît et plus les plans d'options sur actions sont nombreux (76% des chefs d'entreprise de plus de 800 salariés contre 0% pour ceux de moins de 200 salariés). Ceci confirme l'existence d'effets de seuil en termes d'effectif pour apprécier l'incidence de la taille de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants. La taille peut également masquer l'influence d'autres variables. Ainsi plus une entreprise est importante et plus elle a de chance de faire appel public à l'épargne. Dans ce cas il est normal de noter une corrélation entre la taille de l'entreprise et l'existence de rémunérations liées à des indicateurs boursiers.

Sur notre échantillon, nous observons une corrélation forte (significative au seuil de 2%) entre le salaire brut moyen des cadres supérieurs et l'effectif du personnel d'encadrement de la société (ce dernier évolue entre 33 et 1.700 selon les sociétés). Un effectif supérieur de 1.000 cadres devrait entraîner une augmentation du salaire brut moyen de 115 kf (tableau n°4). La régression effectuée en retenant soit le chiffre d'affaires consolidé, soit les effectifs du groupe, est non significative au seuil de 10%.

---

[6]Schéma établi par The Wyatt Company (1992): "Top Management Report, USA-Europe".

[7]Gérard Cortey Dumont, directeur de Hewitt Associates, dans Hewitt (1988).

Tableau n°4 : Régression effectuée sur le salaire brut moyen des cadres supérieurs. Année 1991.

Variable= salaire brut moyen par entreprise	N=17	Variance expliquée = 35,3%	Ratio F = 8,17 probabilité = 1,2%
Var explicatives	**Coefficient**	**valeur de T**	**Probabilité**
Constante	507 kf	14,82	0,1%
Effectif de la société	0,115	2,85	1,2%

Afin de mesurer le niveau de responsabilité de chacun des cadres supérieurs, nous pouvons retenir le nombre de cadres supervisés directement ou indirectement. La régression est significative au seuil de 0,1%, elle indique qu'un cadre supérieur ayant sous sa responsabilité cent cadres de plus qu'un autre devrait percevoir en moyenne 47.100 F de plus (tableau n°5).

Tableau n°5 : Régression effectuée sur le salaire brut des cadres supérieurs. Année 1991.

Variable= salaire brut	N=177	Variance expliquée = 10,8%	Ratio F = 21,11 probabilité = 0,1%
Var explicatives	**Coefficient**	**valeur de T**	**Probabilité**
Constante	552 kf	42,87	0,1%
Nombre de cadres supervisés	0,471	4,59	0,1%

Nos résultats confirment le rôle du salaire en tant que rétribution du niveau des responsabilités assumées. La mesure de ces responsabilités diffère selon le rang hiérarchique du dirigeant, puisqu'elle varie entre le chiffre d'affaires de l'entreprise pour les membres du comité de direction et l'effectif des cadres supervisés pour les cadres supérieurs.

Test hypothèse 9 : La performance a un rôle prépondérant pour déterminer le montant de la rémunération du Pdg et des directeurs généraux, ainsi que dans une moindre mesure la taille de l'entreprise. A l'inverse, les enquêtes de rémunération et l'échelle interne des salaires occupent une place d'autant plus importante que l'on descend dans la hiérarchie.

Pour notre échantillon de 13 sociétés, le résultat net ne permet pas d'expliquer, au seuil de 10%, les écarts de salaire brut moyen des cadres supérieurs (F=1,0). Il en est de même si l'on retient comme indicateur le ratio "résultat net / chiffre d'affaires" afin de supprimer l'incidence de l'effet taille (F=0,2). Ce résultat n'est pas surprenant puisque pour les cadres supérieurs, il serait nécessaire de définir une mesure de performance qui soit associée à leur département afin d'observer une corrélation entre le niveau du salaire brut et la performance.

La rentabilité financière (ratio "résultat net / capitaux propres") n'a pas d'impact sur la rémunération globale mais elle explique 14% des variations de la partie variable. La rentabilité commerciale (ratio "résultat net / chiffre d'affaires") n'a qu'un impact très faible, sauf en la combinant avec le secteur d'activité, auquel cas on explique 25% des variations de la rémunération. Elle a une une très forte influence dans les secteurs de la grande consommation et des biens d'équipement. La productivité (ratio "chiffre d'affaires / effectif total") n'a d'impact que dans le secteur de la distribution où elle explique 14% des variations de rémunération (Hewitt, 1988).

Test hypothèse 10 : La nature de l'actionnariat explique 20% des variations de la rémunération si l'on retient la distinction "société indépendante" par rapport à "société filiale d'un groupe" (Hewitt, 1988). Pour un chiffre d'affaires de 567 millions de francs (moyenne de l'échantillon), une société indépendante ne versera que 692 milliers de francs à son dirigeant alors qu'une société filiale lui verserait 803 milliers de francs. En 1988, 50% des filiales de groupe avaient mis en place des plans d'options sur actions pour leurs dirigeants contre 6% pour les sociétés indépendantes. Par contre, l'actionnariat de l'entreprise n'influe pas sur les autres modes de rémunération variable.

L'appartenance à un groupe justifie des systèmes de rémunération plus spécifiques que dans le cas de sociétés indépendantes. Les écarts de rémunération reflètent deux phénomènes. Le premier est lié à la liberté de manoeuvre du dirigeant : le dirigeant d'une société indépendante pourra s'assurer un complément de rémunération par d'autres moyens. Le second phénomène tient à la nécessité d'assurer au dirigeant de filiale une incitation supérieure à celle du dirigeant d'une société indépendante lequel en est bien souvent l'un des principaux actionnaires.

Au sein d'un groupe les rémunérations sont plus élevées dans les sociétés-mères où le dirigeant ne dépend que de ses actionnaires, que dans les sociétés filiales où le dirigeant rend compte aux dirigeants de la société mère (Monks, 1990). Plus la liberté accordée aux dirigeants dans la gestion de leur entreprise est élevée et plus le niveau de rémunération semble être important. On observe la même relation pour les directeurs généraux que pour les Pdg : le degré d'indépendance de la firme conditionne le niveau de rémunération. Les dirigeants d'entreprises filiales sont soumis à des procédures de "reporting" strictes qui fournissent aux dirigeants de la maison mère des informations internes relativement fiables (en raison des services d'audit interne qui vont de pair avec la mise en place de reporting) sur les décisions prises au sein de la filiale. De plus, il arrive fréquemment que certaines décisions très stratégiques (telles que les opérations de croissance externe) soient du ressort exclusif des dirigeants de la maison mère.

Test hypothèse 11 : Le secteur d'activité explique 5% des variations de la rémunération globale des chefs d'entreprise (Hewitt, 1988). En moyenne les secteurs de la grande consommation et de la distribution rémunèrent mieux leurs dirigeants que les secteurs des biens d'équipement (et produits intermédiaires) et des hautes technologies. A l'inverse, la rémunération variable est plus nettement développée dans ces deux derniers secteurs puisque 100% des chefs d'entreprise des secteurs de haute technologie en perçoivent une contre 56% des chefs d'entreprise de la distribution (89% pour les biens d'équipement et 81% pour la grande consommation). Les plans d'options sur actions sont inexistants en 1988 pour les dirigeants du secteur des hautes technologies, mais ils sont déjà 60% à en bénéficier dans le secteur des biens d'équipement, et 44% dans la grande consommation (10% dans la distribution).

Le secteur des hautes technologies est un secteur où l'importance des décisions prises est très élevée. Une erreur de la part du dirigeant peut coûter cher à son entreprise. Le dirigeant doit percevoir des incitations liées directement aux décisions qui dépendent de sa responsabilité (Baker et al., 1988). Il ne doit pas être évalué sur des critères sur lesquels il ne peut pas exercer d'influence. Etant donné que les entreprises de haute technologie sont liées à des cycles d'activité très accentués, le fait de retenir une rémunération variable basée sur des critères boursiers conduirait à accroître fortement le risque du dirigeant. A l'inverse, dans le secteur de la distribution, la gestion courante est primordiale. Le contrôle des dirigeants par les actionnaires sera facilité par la récurrence des opérations et des stratégies à mettre en oeuvre. La rémunération rétribuera davantage le niveau des responsabilités, c'est à dire le chiffre d'affaires géré et la rentabilité de l'activité, plutôt que le choix des décisions d'investissement à long terme.

Test hypothèse 12 : Sur un échantillon de 9 grandes entreprises françaises (réalisant un chiffre d'affaires supérieur à deux milliards de francs), seulement une entreprise indiquait prendre en compte fréquemment le diplôme lors de l'augmentation de salaire des membres du conseil d'administration, alors que pour un échantillon de 34 grandes entreprises britanniques, 8 sociétés indiquaient en tenir compte (Monks, 1991). Ce résultat ne peut être généralisé en raison de l'aspect non significatif de l'échantillon français, mais les remarques suivantes peuvent être apportées. Premièrement sur la forme du questionnaire : on interroge les entreprises sur la rémunération des membres du conseil d'administration et non sur celle des principaux cadres-dirigeants. Il est vraisemblable que si le diplôme joue un rôle c'est en tant que variable discriminante de la rémunération entre cadres dirigeants occupant des fonctions similaires. Deuxièmement, le diplôme a peut-être moins d'importance sur la rémunération en France qu'en Grande Bretagne, car il a, à l'inverse, un rôle plus important au niveau de la sélection des cadres-dirigeants (Pigé, 1993).

L'ancienneté à leur poste des chefs d'entreprise n'a pas d'incidence sur leur rémunération, par contre leur âge explique 4% des variations de la rémunération (Hewitt, 1988). De même que la formation, l'expérience professionnelle n'est pas un facteur déterminant du niveau de rémunération car elle est déjà fortement prise en compte dans le processus de sélection des dirigeants (Pigé, 1993).

Discussion

La rémunération des dirigeants est une variable complexe dont l'analyse fait référence à deux domaines distincts. Le premier est celui propre à tous les salariés. Il s'agit de définir les caractéristiques et le montant de la rémunération des dirigeants, compte tenu du marché du travail, de la grille hiérarchique des salaires, de l'expérience professionnelle et de la formation du candidat, et de prévoir les évolutions de rémunération possibles compte tenu du système de récompenses existant au sein de l'entreprise.

Le second domaine est caractéristique du poste, ou plutôt du mandat de dirigeant, qui en fait l'interface entre les propriétaires de l'entreprise et le reste de l'organisation de la firme. A ce titre la rémunération des dirigeants obéit à une autre logique qui est celle d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires afin de s'assurer que les décisions prises, et notamment les décisions d'investissement, le sont bien dans l'intérêt des actionnaires. Selon la théorie de l'agence, il est nécessaire d'accroître l'attachement du dirigeant à ses actionnaires en rendant sa richesse dépendante de la valeur boursière de la firme. En contrepartie le risque du dirigeant devient très élevé, et ce dernier va exiger une rémunération globale plus forte.

Trois éléments distincts doivent être pris en compte dans la politique de rémunération. Le premier élément est constitué de la rémunération octroyée aux dirigeants sous la forme d'actions ou d'options sur actions. Il s'agit de l'aspect primordial de l'alignement de la richesse des dirigeants sur celle des actionnaires. Trois remarques peuvent être faites :

(1) Ce mode de rémunération n'est pas stable dans le temps. Or s'il s'agit d'un mécanisme essentiel dans la poursuite de la performance, on devrait observer sa présence permanente sous diverses formes. Aux Etats-Unis, ce mode de rémunération s'est à nouveau répandu au début des années quatre-vingt, ce qui a coincidé avec la croissance très forte du marché boursier, après avoir été éclipsé au cours des années soixante-dix. En France, ce mode de rémunération n'a réellement commencé à se répandre qu'avec l'octroi d'avantages fiscaux à partir de 1987.

(2) Ce mode de rémunération est fortement dépendant de facteurs qui sont hors du contrôle du dirigeant, il accroît par conséquent le risque du dirigeant et il peut l'inciter à diversifier à outrance son entreprise.

(3) Les options ne constituent pas un objectif à atteindre, dans la mesure où leur

prix d'exercice est inférieur au cours boursier à la date de leur attribution. Mécaniquement, le dirigeant dispose d'une richesse future dont il pourra chercher à obtenir une utilité maximale en déterminant le risque et l'espérance de rentabilité qu'il impose à l'entreprise.

Le second élément de la politique de rémunération est constitué des rémunérations variables (bonus et rémunérations différées) non assises sur le cours boursier de la firme. Dans le cadre de la théorie de l'agence ce mode de rémunération s'explique car il permet de recueillir des informations supplémentaires sur les efforts déployés par le dirigeant, il permet d'allonger l'horizon de décision du dirigeant (rémunérations différées ou plans de bonus à long terme), et il permet de réduire le risque du dirigeant en alignant une partie de sa rémunération sur des indicateurs non directement liés à l'évolution du marché boursier. Deux remarques supplémentaires peuvent être formulées :

(4) L'utilisation du bonus est un moyen privilégié d'incitation à la performance aux Etats-Unis comme en France, mais cette performance est basée sur des indicateurs comptables ou commerciaux.

(5) Selon la théorie de l'agence, compte tenu de la notion de performance qui est retenu par les plans de bonus, on ne devrait pas observer de plans de bonus quand le dirigeant n'est pas un actionnaire important ou qu'il ne perçoit pas de rémunération en actions. Pour la France on observe l'inverse, ce qui signifie soit que les dirigeants sont incités à poursuivre un objectif distinct de la maximisation de la richesse de leurs actionnaires, soit que le système de bonus ne joue pas un rôle majeur (ce qui semble en opposition avec nos observations), soit que le conseil d'administration dispose d'informations lui permettant de fixer des objectifs en fonction du critère de maximisation de la richesse des actionnaires.

Le dernier élément de la politique de rémunération est constitué du salaire de base et des avantages en nature. Il est principalement corrélé à la taille de l'entreprise, et son premier objectif est d'assurer au dirigeant une certaine sécurité et ainsi de diminuer son risque. Il est possible de reprendre la remarque (5) qui s'applique au salaire comme au bonus.

Conclusions

Les prédictions de la théorie économique et plus particulièrement de la théorie de l'agence sont en partie infirmées. Tout d'abord en raison de la faiblesse du lien entre la rémunération (hors options sur actions) et la performance de l'entreprise, et ensuite par le fait que la notion de performance relative n'est quasiment pas appréhendée pour mesurer la qualité des décisions du dirigeant. Ce dernier reste soumis pour l'évolution de sa richesse globale (rémunération + options + participation en actions) à des facteurs qui sont dans une large mesure indépendants de sa volonté. A l'instar de ce qu'estiment les cabinets d'études et de conseils en rémunération, la rémunération des dirigeants obéit, pour une part importante, à

d'autres facteurs, parmi lesquels on peut citer l'incidence de la fiscalité, la hiérarchie interne des rémunérations et les caractéristiques personnelles du dirigeant.

Nous citerons pour conclure la réponse des Pdg à la question de notre enquête sur le rôle de la rémunération. 95% des Pdg ne sont pas d'accord avec l'affirmation selon laquelle "*la rémunération constitue le principal élément de motivation des dirigeants*", mais 76% d'entre eux considèrent que "*la perspective d'une augmentation conséquente (+20% à +40%) de sa rémunération incite le dirigeant à accroître ses efforts pour rendre son entreprise plus performante*", et seulement 24% pensent "*qu'à partir d'un certain niveau de rémunération (autour d'1 million de francs), les variations de rémunération n'ont plus d'effets motivants*". Ils sont plus des deux tiers à considérer que la rémunération du Pdg doit être supérieure de 20% à 50% à celle du DG.

Le critère de performance est un objectif majeur de la politique de rémunération, mais la définition de ce critère est fortement contestée. S'il y a un consensus sur l'importance de la performance, l'outil de mesure de cette performance dépendra de l'intérêt et des incitations personnelles de chaque dirigeant. Parmi ces incitations figurent les plans d'actionnariat et d'options sur actions.

Bibliographie

BAKER G.P., JENSEN M.C. et MURPHY K.J., "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory", *Journal of Finance*, Vol.43, N°3, juillet 1988, pp.593-616.

BENSTON G.J., "The Self-Serving Management Hypothesis, Some Evidence", *Journal of Accounting and Economics*, N°7, 1985, pp.67-84.

BERLE A. et MEANS G., "The Modern Corporation and Private Property", MacMillan, New York, 1932.

BRICKLEY J.A., BHAGAT S. et LEASE R.C., "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth", *Journal of Accounting and Economics*, N°7, 1985, pp.115-129.

BRINDISI L.J., "Creating Shareholder Value: A New Mission for Executive Compensation", pp.323-338, in Stern, Benett et Chew, "Corporate Restructuring and Executive Compensation", 1989, Ballinger.

DEFUSCO R.A., ZORN T.S. et JOHNSON R.J., "The Association Between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making", *Financial Management*, spring 1991, pp.36-43.

EATON J. et ROSEN H.S., "Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration", *Journal of Finance*, Vol.38, N°5, décembre 1983, pp.1489-1505.

FAMA E.F., "Agency Problems and The Theory of The Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, N° 2, avril 1980, pp. 288-307.

FINKELSTEIN S. et HAMBRICK D.C., "Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes", *Strategic Management Journal*, Vol.10, 1989, pp.121-134.

GOMEZ-MEJIA L.R., TOSI H. et HINKIN T.R., "Managerial Control, Performance, and Executive Compensation", *Academy of Management Journal*, Vol.30, N°1, 1987, pp.51-70.

HEWITT, "La rémunération des dirigeants", N°102, décembre 1988, *Rémunérations et carrières*.

HEWITT, "Le management des rémunérations", N°116, mai 1990, *Rémunérations et carrières.*

HOLMSTROM B., "Moral Hazard and Observability", Bell Journal of Economics, Vol. 10, 1979, pp. 74-91.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, octobre 1976, pp.305-360.

JENSEN M.C. et MURPHY K.J., "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol.98, N°2, 1990, pp.225-264.

LAMBERT R.A. et LARCKER D.F. (1985): "Golden Parachutes, Executive Decision Making, and Shareholder Wealth", *Journal of Accounting and Economics*, N°7, 1985, pp.179-203.

LAMBERT R.A. et LARCKER D.F., "Executive Compensation, Corporate Decision-Making and Shareholder Wealth: A Review of the Evidence", pp.287-309, in Stern, Benett et Chew, "Corporate Restructuring and Executive Compensation", 1989, Ballinger.

LAMBERT R.A., LARCKER D.F. et WEIGELT K., "How sensitive is Executive Compensation to Organizational Size?", *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991, pp.395-402.

LEWELLEN W. et HUNTSMAN B., "Managerial Pay and Corporate Performance", *American Economic Review*, vol.60, 1970, pp.710-720.

LEWELLEN W., LODERER C. et MARTIN K., "Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, N°9, 1987, pp.287-310.

MARRIS R., "The Economic Theory of Managerial Capitalism", MacMillan Company, 1964.

MCGUIRE J.W., CHIU J.S.Y. et ELBING A.O., "Executive Incomes, Sales and Profits", *American Economic Review*, Vol.52, septembre 1962, pp.753-761.

MILKOVICH G.T. et NEWMAN J.M., "Compensation", BPI Irwin, Homewood, Illinois, 1987.

MILLER et SCHOLES, "Executive Compensation Taxes and Incentives", in Sharpe W. et Cootner C., Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New-York, 1982, pp. 179-201.

MONKS, Documents confidentiels qui nous ont été communiqués, 1990.

MONKS, "Enquête sur les modalités de rémunération des cadres dirigeants en France et en Grande Bretagne", 1991.

MORCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W., "Alternative Mechanisms for Corporate Control", *American Economic Review*, Vol.79, N°4, septembre 1989, pp.842-852.

MURPHY K.J., "Corporate Performance and managerial Remuneration, An Empirical Analysis", *Journal of accounting and Economics*, N°7, 1985, pp.11-42.

PIGE B., "Politique de rémunération des dirigeants et performance de l'entreprise : une synthèse de la littérature", dans les Annales du Management édité par R Le Duff et J Allouche aux éditions Economica, 1992, Tome II, pp 241-258.

PIGE B., "La révocation des dirigeants : une incitation à la performance ; une synthèse de la littérature", communication acceptée par le Comité Scientifique des XIIèmes Journées Nationales des IAE, 1993.

SCHMIDT D.R. et FOWLER K.L., "Post-Acquisition Financial Performance and Executive Compensation ", *Strategic Management Journal*, Vol.11, 1990, pp.559-569.

TEHRANIAN H. et WAEGELEIN J.F., "Market Reaction to Short-Terme Executive Compensation Plan Adoption", *Journal of Accounting and Economics*, N°7, 1985, pp.131-144.

Annexe

Questionnaire adressé en juin 1992 à 300 entreprises cotées