



**HAL**  
open science

## Étude de la rémunération des dirigeants dans un modèle partenarial, le cas français

Anne Cazavan-Jeny, Julien Margaine, Franck Missonier-Piera

### ► To cite this version:

Anne Cazavan-Jeny, Julien Margaine, Franck Missonier-Piera. Étude de la rémunération des dirigeants dans un modèle partenarial, le cas français. La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, May 2009, Strasbourg, France. pp.CD ROM. halshs-00460167

**HAL Id: halshs-00460167**

**<https://shs.hal.science/halshs-00460167>**

Submitted on 4 Mar 2010

**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.

# Étude de la rémunération des dirigeants dans un modèle partenarial, le cas français

## CEO compensations in a Stakeholders' regime: An empirical investigation with French listed companies

*Anne CAZAVAN-JENY*

ESSEC Business School  
Avenue Bernard Hirsch  
95021 Cergy-Pontoise  
France

cazavan@essec.fr

*Julien MARGAINE*

IÉSEG School of Management  
3 rue de la Digue  
59000 Lille  
France

j.margaine@ieseg.fr

*Franck MISSONIER-PIERA*

EMLYON Business School  
23 Avenue Guy de Collongue  
69134 Ecully  
France

missonier@em-lyon.com

### Résumé

Ces dernières années, la publication du niveau de rémunération des dirigeants a soulevé d'intenses controverses. Un certain nombre d'études ont mis en évidence une relation positive entre le salaire des dirigeants et la performance de la société, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. La rémunération des dirigeants est également proche de la structure du gouvernement d'entreprise. Or la structure française de gouvernement d'entreprise est différente de celle observée aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. En France, la tradition voulait que l'on ne divulgue pas ou peu d'information sur le niveau de rémunération des dirigeants. Cependant depuis 2002, les sociétés cotées doivent indiquer dans leurs rapports annuels le montant des rémunérations des dirigeants et des membres du conseil d'administration (loi NRE, 15 mai 2001). A partir d'un échantillon de 110 sociétés cotées françaises sur la période 2002-2004 (indice SBF 120), l'objet de cette recherche est d'apporter des éclairages sur la rémunération des dirigeants dans un pays connu pour être plutôt conservateur sur le sujet. Pour étudier les déterminants de la rémunération des dirigeants, nous avons utilisé trois mesures de cette rémunération : la partie fixe du salaire, le bonus annuel et la rémunération globale. Ces premiers résultats montrent que les trois mesures de la rémunération des dirigeants peuvent être expliquées par la taille de la société, et la partie variable (bonus) par la performance boursière. Les résultats sur le risque sont plus mitigés et indiquent que le risque spécifique de la firme est négativement associé à la rémunération des dirigeants, ce qui confirme les résultats de Gray et Cannella (1997). Enfin, les variables de gouvernance ont un impact significatif sur le niveau de rémunération des dirigeants.

### Mots clés

**Rémunération des dirigeants, gouvernement d'entreprise, performance**

JEL Classification: G35, M41

## **Abstract**

Intense controversy has surrounded the publication of the level of Chief Executives Officers' (CEO) compensation over the last years. Some studies have shown a positive relationship between CEO pay and firm performance, in the US and in the UK. Executive compensation is also closely related to the corporate governance structure which differs significantly in France from that in the US and the UK. Traditionally, very little information has been made publicly available on executive compensation in France. In 2002, publicly listed companies were asked to report CEO and board of directors' compensation (NRE law, 15 May 2001). Using a sample of 110 firms listed in France on the 2002-2004 periods (SBF 120 index), the purpose of the study is to shed some light on compensation of CEOs in a country that is known to be rather conservative on that point. We test the determinants of CEO compensations defined by three measures: individual salary, annual bonus, and total CEO compensation. Preliminary results show that executive compensations are explained by size and market-based performance for the annual bonus. The findings on risk are more mitigate and indicate that the firm specific risk is negatively associated with CEO compensation, as Gray and Cannella (1997) have shown. Finally, the corporate governance variables have a significant impact on the level of executive compensations.

## **Key words**

**CEO compensation, corporate governance, performance**

# 1. INTRODUCTION

Ces dernières années, la publication du niveau de rémunération des dirigeants a soulevé d'intenses controverses. La littérature sur la rémunération des dirigeants d'entreprises anglaises ou américaines est abondante. En effet, la publication des différentes rémunérations y est d'usage. Dans cet environnement anglo-saxon, un certain nombre d'études ont mis en évidence un lien positif entre le salaire des dirigeants et les performances de leur entreprise. Cette rémunération s'avère aussi fortement associée à la structure de gouvernance de l'entreprise qui diffère profondément de celle de la France. Traditionnellement, très peu d'information était divulguée volontairement sur les diverses rémunérations des cadres dirigeants en France. Cette pratique était toutefois devenue de moins en moins soutenable devant la pression croissante des investisseurs étrangers de plus en plus présents dans le capital des sociétés françaises (Alcouffe et Alcouffe, 2000; Djelic et Zarlowski, 2005). En 2002, les sociétés cotées françaises ont été dans l'obligation de publier la rémunération de leurs dirigeants ainsi que celle des membres de leur conseil d'administration (Loi NRE, 15 mai 2001).

L'objet de cet article est d'examiner les facteurs explicatifs – et notamment la performance financière – de la rémunération des dirigeants dans un pays, la France qui était connu pour être très conservateur sur la divulgation de ce type d'information (Djelic et Zarlowski, 2005). A partir d'un échantillon de 110 entreprises cotées françaises sur la période 2002-2004, représentant l'indice SBF 120, les déterminants potentiels de la rémunération des dirigeants sont testés sur trois mesures : le salaire individuel de l'année  $t$ , le bonus payé l'année  $t$  sur la performance réalisée l'année  $t-1$ , et la rémunération totale du dirigeant.

Les résultats empiriques, sur ces données de panel, montrent que les trois mesures de rémunération sont associées à la taille de l'entreprise et aux performances boursières pour la partie variable du salaire et la rémunération totale. Les résultats sur les variables de risque sont plus mitigés et indiquent que le risque spécifique de l'entreprise est associé négativement à la rémunération des dirigeants, comme l'avaient observé Gray et Cannella (1997). Enfin, les variables de gouvernance d'entreprise ont un impact significatif sur le niveau des rémunérations des dirigeants.

La suite de cet article est organisée de la façon suivante. La section 2 présente le contexte français du gouvernement d'entreprise, ainsi que les hypothèses de recherche. La section 3 décrit la méthodologie, la section 4 présente les résultats empiriques et la section 5 termine par la conclusion.

## **2. DEVELOPPEMENT DES HYPOTHESES**

Cet article examine la rémunération des dirigeants des dirigeants d'entreprise en France à travers quatre dimensions : la performance de l'entreprise, son risque, sa taille et ses principaux attributs de gouvernance. Avant de développer les hypothèses de recherche, il convient de présenter les principales spécificités du contexte de la gouvernance d'entreprise en France.

Les sociétés de l'échantillon ont le statut légal de *Sociétés Anonymes* (SA). Pour les SA, deux principaux modes de gouvernance existent: les sociétés par actions avec un *conseil d'administration* (CA), ou une structure duale comprenant un *directoire* et un *conseil de surveillance*.

Dans le premier cas, le président du CA peut combiner sa fonction avec celle de directeur général. L'entreprise est alors de fait dirigée par une seule et même personne : le *Président Directeur Général* (PDG). La loi NRE a toutefois proposé de dissocier la fonction de président et de directeur général. Il existe ainsi un autre mode de gouvernance de la SA, où le *Président du CA* n'est pas le *Directeur Général*. Dans le mode de gouvernance dual, le pouvoir est partagé entre le *directoire* (composé d'administrateurs exécutifs) et un *conseil de surveillance* (composé d'administrateurs non-exécutifs). Ces différences dans les modes de gouvernance sont d'importance et sont incluses dans les facteurs susceptibles d'affecter le niveau de rémunération des dirigeants.

## 2.1 Taille et rémunération

En faisant l'hypothèse que la taille de la firme peut être une variable de substitution reflétant les préférences managériales pour des politiques de croissance de l'entreprise, de nombreuses études considèrent qu'elle peut donc être associée au niveau de rémunération des dirigeants (ex. Cosh, 1975; Conyon *et al.*, 1995). Baumol (1967) notait déjà que le salaire des dirigeants apparaissait être « ...bien plus fortement corrélé à l'échelle des activités de l'entreprise qu'avec sa rentabilité »<sup>i</sup> (*ibid*, p. 46). Plusieurs éléments peuvent expliquer l'association taille-rémunération. La complexité des grandes entreprises – c'est-à-dire leurs activités – nécessite une équipe dirigeante efficiente. Ces entreprises ont donc un intérêt à rémunérer en conséquence les meilleurs cadres (ressource rare) susceptibles d'être intéressés. L'approche hiérarchique de l'entreprise suggère aussi que plus l'entreprise est grande, plus le nombre de niveaux hiérarchiques est important, et donc plus la rémunération des hauts dirigeants est importante (Mueller et Yun, 1997; Williamson, 1967). Ainsi, il en résulte l'hypothèse suivante :

**H1:** La rémunération des dirigeants est associée positivement à la taille de la firme.

## 2.2 Performance et rémunération

Un grand nombre d'articles se sont intéressés à l'association rémunération-performance des dirigeants. Cette littérature s'est toutefois généralement concentrée sur les dirigeants d'entreprises américaines ou anglaises. Elle fait ressortir par ailleurs une faible association entre la performance boursière et les salaires des dirigeants (Benito et Conyon, 1999). Quelques études ont examinées d'autres environnements comme la Norvège (Firth et al., 1996) ou l'Allemagne (Elston et Goldberg, 2003) offrant un éclairage international, et mettant en avant une association positive entre performance et rémunération. En effet, comme d'autres agents économiques, les dirigeants cherchent à maximiser leur propre fonction d'utilité, et peuvent donc en conséquence ne pas agir dans le meilleur intérêt des actionnaires. Ce potentiel problème d'agence survient dans les sociétés caractérisées par une séparation des attributs de propriété et de contrôle (Fama et Jensen, 1983). La mise en place de contrat particulier peut aider à aligner les fonctions d'utilité des actionnaires et des dirigeants, comme par exemple ceux liant les salaires des hauts dirigeants à des indicateurs de performance des

activités de l'entreprise (Baker, Jensen et Murphy, 1988). On peut alors émettre l'hypothèse suivante :

**H2:** La rémunération des dirigeants est associée positivement à la performance de la firme.

### **2.3 Risque et rémunération**

D'un point de vue théorique, la rentabilité d'un investissement devrait être associée positivement aux risques qu'il génère. Comme le suggère Andjelkovic et al. (2002, p. 104) « Les dirigeants des firmes dont les résultats et la rentabilité sont plutôt volatiles sont plus susceptibles de devoir renoncer à des bonus ou à faire face à des cessation d'activités, si bien qu'ils devraient demander un salaire de base (fixe) plus important étant donné le plus grand risque pris sur leur rémunération. »<sup>ii</sup> Toutefois, comme le souligne Aggarwal et Samwick (1999), les dirigeants des firmes, dont la volatilité des résultats et des rendements boursiers est plus grande, sont moins enclins à allouer une part importante de leur rémunération « à risque ». En effet, le même effort n'a pas la même probabilité de générer une récompense (i.e. un bonus) selon la volatilité des performances de la firme. Du fait de ces deux contre arguments, il est difficile de conclure sur le signe de l'association risque-rémunération, d'où l'hypothèse suivante :

**H3:** La rémunération des dirigeants est associée au risque de l'entreprise.

### **2.4 Attributs de gouvernance et rémunération**

Les décisions de recrutement, de rémunération ou de licenciement des hauts dirigeants reviennent au *conseil d'administration* (Fama et Jensen, 1983). Le CA peut solliciter différents avis afin de déterminer le niveau de rémunération approprié de ses dirigeants, comme par exemple des consultants (Core et al., 1999). Si ces derniers ont été engagés par le dirigeant de l'entreprise, le contrat de rémunération peut être optimisé pour le dirigeant au détriment de l'entreprise. La présence d'un comité de rémunération peut aider à limiter ce risque potentiel de collusion. De tels mécanismes de gouvernance peuvent donc représenter un important moyen de contrôle, voire de médiation, dans l'établissement de la rémunération des hauts dirigeants. On peut supposer que les entreprises ne disposant pas de tel comité ne

possède donc pas les procédures appropriées pour déterminer si les dirigeants ont entrepris les actions désirées et reçu une rémunération en conséquence, d'où l'hypothèse suivante :

**H4:** La rémunération des dirigeants est associée négativement à la présence d'un comité de rémunération.

Les caractéristiques des administrateurs, membres du comité de rémunération, sont déterminées en partie par la façon dont ils sont choisis, i.e. par le travail du comité de nomination. Lors de la sélection et la soumission des nouveaux candidats, le comité peut servir de prévention contre la sélection de membres du conseil parrainés par le Directeur Général ou le PDG (Benito and Conyon, 1999, p. 122). Il convient de noter que dans de nombreux cas les comités de nomination et de rémunération sont les mêmes. Il est toutefois possible de proposer l'hypothèse suivante :

**H5:** La rémunération des dirigeants est associée négativement à la présence d'un comité de nomination.

Suivant l'exemple du *Caburry Report* de 1992, plusieurs rapports sur la gouvernance d'entreprise se sont succédés en France (rapports Viénot en 1995 et 1999, rapport Bouton en 2002 et rapport AFEP-MEDEF en 2003). Financés par l'AFEP (*Association Française des Entreprises privées*) et le MEDEF (*Mouvement des Entreprises en France*), les divers rapports ont insisté sur la nécessité de créer trois comités au sein des entreprises : le comité d'audit, le comité de rémunération et le comité de nomination. Un quatrième comité, dit de gouvernance, est apparu au sein d'entreprises françaises. La présence de ces comités peut être perçu comme une volonté de l'entreprise de se plier aux principes d'une « bonne » gouvernance. On peut donc émettre l'hypothèse que la présence d'un comité d'audit et/ou de gouvernance, même si elle n'est pas directement associée à la rémunération des dirigeants, peut avoir un impact négatif sur le niveau des rémunérations, dans la mesure où elle met en avant l'engagement de l'entreprise dans une pratique saine de gouvernance et une volonté d'indépendance du conseil d'administration.

**H6:** La rémunération des dirigeants est associée négativement à la présence d'un comité d'audit.

**H7:** La rémunération des dirigeants est associée négativement à la présence d'un comité de gouvernance.

Les différents rapports ont mis en évidence le besoin d'un minimum d'administrateurs indépendants au sein du *Conseil d'Administration*, c'est-à-dire des administrateurs sans aucune relation avec l'entreprise (dont ils sont membres du CA) ou avec ses dirigeants susceptible d'affecter leur jugement (rapport AFEP-MEDEF 2003). On peut en effet supposer que les administrateurs internes sont plus loyaux envers le DG ou PDG qui les a nommés que ne pourraient l'être les administrateurs indépendants (Pfeffer, 1981). Il est alors possible d'avancer l'hypothèse suivante :

**H8:** La rémunération des dirigeants est associée négativement au pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du *Conseil d'Administration*.

Enfin, un certain nombre de résultats empiriques ont montré que le cumul des fonctions de dirigeant de l'entreprise et de président du *Conseil d'Administration* était source d'un accroissement des problèmes d'agence (Yermack, 1996). En ce qui concerne la structure du conseil d'administration, dans le système français, les sociétés sont autorisées à conserver un *Conseil d'Administration* classique, ou d'opter pour un *Conseil de Surveillance* (composé d'administrateurs non-dirigeants) et d'un *Directoire* (composé d'administrateurs dirigeants). Dans le premier cas, le président du *Conseil d'Administration* peut être le *Président Directeur Général* ou uniquement le *Président du Conseil d'Administration*, et déléguer le pouvoir exécutif à un *Directeur Général*. On peut alors faire l'hypothèse que le président combinant les deux fonctions aura plus de pouvoir au sein du *Conseil d'Administration*, et donc aura plus d'influence sur l'établissement des rémunérations.

**H9:** La rémunération des dirigeants est associée négativement à la dissociation entre les fonctions de *Président du CA* et *Directeur Général*.

### **3. LA DEMARCHE DE RECHERCHE**

#### **3.1. Echantillon**

La population de départ de l'échantillon étudié est constituée des sociétés cotées françaises représentatives de l'indice boursier SBF 120, sur une période de trois ans (2002-2004)<sup>iii</sup>. Les données sur la rémunération des dirigeants et les modes de gouvernance (différents comités, forme juridique de la société, etc.) ont été collecté à partir des rapports annuels des sociétés du SBF 120. Ces données étaient disponibles pour 110 sociétés et les données comptables et financières (taille, performance) sont extraites de la base de données Thomson Financial. En raison de limites inhérentes aux données (absences d'information, données aberrantes, etc.) l'échantillon final est constitué de 268 observations sur une période de trois ans (2002-2004), qui représentent 99 sociétés cotées françaises distinctes.

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives sur les caractéristiques économiques et de rémunération de l'échantillon de sociétés. Il est principalement composé de grandes sociétés (chiffre d'affaires moyen de 8 757 millions d'euros), avec des niveaux de performance financière comptable (ROA, *Return on Assets*) relativement bas (moyenne de 2,761) et un rendement boursier moyen négatif (- 7). Le niveau moyen des salaires fixes des dirigeants des sociétés du SBF 120 est de 732 K euros, et de 420 K euros pour leur partie variable.

#### **Insérer le Tableau 1 ici**

Le tableau 2 décrit les caractéristiques de l'échantillon en termes de gouvernance. Environ 85% des sociétés de l'échantillon ont un comité d'audit (87,31%) et un comité des rémunérations (84,70%), en revanche deux tiers d'entre elles ont un comité de nomination et seulement 5,22% ont un comité de gouvernance.

La répartition entre les deux principaux modes de gouvernance est la suivante: un tiers des sociétés ont une structure de gouvernance duale (conseil de surveillance et directoire) et deux tiers présentent une structure de gouvernance classique des sociétés anonymes avec conseil d'administration. D'autre part, dans la moitié des cas (51,87%) de ce dernier mode de gouvernance, le Directeur Général est également Président du conseil d'administration.

#### **Insérer le Tableau 2 ici**

Enfin, l'échantillon étudié se compose de sociétés de différents secteurs d'activité. La classification industrielle retenue, le *Dow Jones Market Sector*, se divise en dix secteurs différents. 26,7 % des sociétés sont dans le secteur des biens de consommation cycliques, 15,6% sont dans le secteur financier, 20% sont dans le secteur technologique et 14,5 % dans l'industrie.

#### **Insérer le Tableau 3 ici**

### 3.2. Les modèles de rémunération

Afin d'expliquer le niveau de rémunération des dirigeants en France, nous testons trois modèles empiriques. Nous étudions dans un premier temps la part fixe de la rémunération des dirigeants, c'est-à-dire le salaire individuel pour l'année  $t$  ( $CEO\_SAL_t$ ). Dans une deuxième étape, nous évaluons les déterminants de la part variable de la rémunération des dirigeants, c'est-à-dire le bonus annuel payé en année  $t$  sur les résultats obtenus en  $t-1$  ( $CEO\_bonus_t$ ). Enfin, nous testons un modèle où la variable dépendante est la rémunération totale du dirigeant, c'est-à-dire la somme du salaire annuel et du bonus annuel ( $CEO\_TOT_t$ ). Pour chacune des spécifications du modèle, nous introduisons comme déterminants des niveaux de rémunération des mesures de la taille, de la performance, du risque et de la gouvernance, afin de tester les hypothèses posées dans la section précédente. Les modèles empiriques sont les suivants :

$$[1] \begin{aligned} CEO\_SAL_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 lagSales_{i,t} + \alpha_2 lagROA_{i,t} + \alpha_3 lagRET_{i,t} + \alpha_4 Beta_{i,t} \\ & + \alpha_5 COMP\_COM_{i,t} + \alpha_6 AUD\_COM_{i,t} + \alpha_7 NOM\_COM_{i,t} \\ & + \alpha_8 GOV\_COM_{i,t} + \alpha_9 CA_{i,t} + \alpha_{10} PDG_{i,t} + \alpha_{11} IND_{i,t} + \sum YR_{i,t} + \sum Indus_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$$[2] \begin{aligned} CEO\_bonus_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 lagSales_{i,t} + \beta_2 lagROA_{i,t} + \beta_3 lagRET_{i,t} + \beta_4 Beta_{i,t} \\ & + \beta_5 COMP\_COM_{i,t} + \beta_6 AUD\_COM_{i,t} + \beta_7 NOM\_COM_{i,t} \\ & + \beta_8 GOV\_COM_{i,t} + \beta_9 CA_{i,t} + \beta_{10} PDG_{i,t} + \beta_{11} IND_{i,t} + \sum YR_{i,t} + \sum Indus_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$$[3] \begin{aligned} CEO\_TOT_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 lagSales_{i,t} + \gamma_2 lagROA_{i,t} + \gamma_3 lagRET_{i,t} + \gamma_4 Beta_{i,t} \\ & + \gamma_5 COMP\_COM_{i,t} + \gamma_6 AUD\_COM_{i,t} + \gamma_7 NOM\_COM_{i,t} \\ & + \gamma_8 GOV\_COM_{i,t} + \gamma_9 CA_{i,t} + \gamma_{10} PDG_{i,t} + \gamma_{11} IND_{i,t} + \sum YR_{i,t} + \sum Indus_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Avec,

- $CEO\_SAL_t$  : salaire individuel de l'année  $i$  pour le dirigeant de la société  $i$ .
- $CEO\_bonus_t$  : bonus annuel payé en année  $t$  du dirigeant de la société  $i$ , calculé sur les résultats de l'année  $t-1$ .
- $CEO\_TOT_t$  : somme du salaire fixe et du bonus annuel payé en année  $t$  pour le dirigeant de la société  $i$ .
- $lagSales_{i,t}$  : logarithme du chiffre d'affaires (en million d'euros) à la fin de l'année  $t-1$  de la société  $i$ .
- $LagROA_{i,t}$  : rentabilité des actifs (*return of asset*) de l'année  $t-1$  pour la société  $i$ .
- $LagRET_{i,t}$  : rentabilité boursière de l'année  $t-1$  pour la société  $i$ .

- $Beta_{i,t}$  : risqué spécifique du MEDAF de la société  $i$  pour l'année  $t$ .
- $COMP\_COM_{i,t}$  : variable dichotomique prenant la valeur 1 si la société  $i$  a un comité de rémunération pour l'année  $t$ , 0 sinon.
- $AUD\_COM_{i,t}$  : variable dichotomique prenant la valeur 1 si la société  $i$  a un comité d'audit pour l'année  $t$ , 0 sinon.
- $NOM\_COM_{i,t}$  : variable dichotomique prenant la valeur 1 si la société  $i$  a un comité de nomination pour l'année  $t$ , 0 sinon.
- $GOV\_COM_{i,t}$  : variable dichotomique prenant la valeur 1 si la société  $i$  a un comité de gouvernance pour l'année  $t$ , 0 sinon.
- $CA_{i,t}$  : variable dichotomique prenant la valeur 1 si la forme de gouvernance de la société  $i$  est la forme classique, 0 sinon.
- $PDG_{i,t}$  : variable dichotomique prenant la valeur 1 si le dirigeant est à la fois le président du conseil d'administration et le directeur général de la société  $i$ , 0 sinon.
- $IND_{i,t}$  : pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration ou le conseil de surveillance de la société  $i$  pour l'année  $t$ .
- $YR_{i,t}$  : variables indicatrices temporelles prenant la valeur 1 si une observation est de l'année  $t$ , 0 sinon.
- $Indus_{i,t}$  : variables dichotomiques (CYC, ENE, FIN, SANT, IDU, NCY, TEC, TLS, SERV) codées 1 si la société appartient respectivement au secteurs industriels : biens de consommation cycliques, énergie, finance, santé, industrie, biens de consommation non cycliques, technologie, télécommunications ou services, et 0 sinon.

#### **4. RESULTATS DE L'ETUDE**

Les résultats des modèles (1) (2) et (3) pour les régressions réalisées sur l'échantillon total (données de panel) sont présentés ci-dessous dans le tableau 4. Le calcul des VIFs (*Variation Inflation Factors*) nous permet de vérifier de nos résultats ne sont pas affectés par des problèmes de multi colinéarité entre les variables explicatives. En effet, aucune variable des modèles testés (voire le tableau 6, Annexe 1) ne présente de VIF supérieur à 4, ce qui est relativement éloigné de la valeur critique de 10 (Netter *et al.*, 1989).

**Insérer le Tableau 4 ici**

Ce tableau présente les résultats des régressions réalisées sur les données de panel (2002-2004) pour les trois mesures de rémunération des dirigeants : le salaire individuel fixe, le bonus annuel versé et la rémunération totale. Comme l'hypothèse 1 le supposait, la taille (mesurée par le chiffre d'affaires de la société  $i$  pour l'année  $t-1$ ) est fortement et positivement associée avec les trois dimensions de la rémunération des dirigeants. Ce résultat est conforme avec ceux présentés dans les études empiriques antérieures (cf. Benito et Conyon (1999) pour la Grande-Bretagne, Firth *et al.* (1996) pour la Norvège, Elston et Goldberg (2003) pour l'Allemagne).

Les résultats sur la performance sont plus mitigés. Deux variables différentes ont été testées comme mesure de la performance : le ROA (rentabilité de l'actif), qui est une mesure comptable de la performance, et le rendement boursier (RET) qui est une mesure de marché de la performance. Comme ces deux variables ne sont pas significativement corrélées entre elles<sup>iv</sup>, il nous a semblé intéressant de les introduire simultanément dans le modèle testé. Alors que les rendements boursiers présentent une association positive et significative avec les bonus versés aux dirigeants (conformément à l'hypothèse 2), et une association plus faible avec la rémunération totale des dirigeants ; le ROA ne présente qu'une association négative et significative avec la part fixe de la rémunération des dirigeants et pas de relation avec la part variable de la rémunération ou la rémunération totale des dirigeants. Ce résultat suggère que la performance mesurée à partir de données comptables n'est pas pertinente pour les sociétés ou pour les comités de rémunération afin de déterminer le niveau de rémunération des dirigeants.

De même, contrairement à l'hypothèse 3, le risque, mesuré par le Bêta, est significativement et négativement associé à la part variable de la rémunération des dirigeants et faiblement associé, mais toujours négativement, avec la rémunération totale des dirigeants.

Les variables de gouvernance montrent en moyenne des résultats plus constants : la variable comité d'audit présente une relation significative et positive avec la part fixe et la rémunération totale, et elle n'a pas de lien avec le bonus versé aux dirigeants. En revanche, la variable comité des rémunérations est significativement et négativement associée à la rémunération fixe et totale des dirigeants, et n'a pas de lien avec le bonus versé aux dirigeants. Les comités de nomination et de gouvernance ne présentent aucun lien statistiquement significatif avec les trois mesures de la rémunération des dirigeants.

Concernant la structure du conseil d'administration (ou du conseil de surveillance), nos résultats montrent que quand le dirigeant est à la fois président du conseil d'administration et directeur général, la part fixe de sa rémunération diminue (coefficient négatif et significatif sur CEO\_SAL), mais la part variable de sa rémunération et donc sa rémunération globale ne présentent pas de lien avec son statut. Enfin, le pourcentage d'administrateurs indépendants présente une relation significative et positive avec la part fixe de la rémunération des dirigeants et leur rémunération globale.

## **5. CONCLUSION**

La rémunération des dirigeants est récemment devenue un sujet de débat important dans les pays non Anglo-Saxons. A ce jour, nous ne disposons que de peu d'étude sur le contexte français. Cette recherche intervient peu de temps après les changements dans la réglementation boursière qui ont donné accès à la rémunération des dirigeants (loi NRE en 2001, données publiées à partir de 2002). Ces informations sont d'autant plus pertinentes que le contexte français était connu pour son manque de transparence à ce sujet. Cet article montre que la taille de la société semble avoir un impact majeur sur le niveau de rémunération des dirigeants en France. Le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance de la société est moins direct, en ce sens qu'il dépend de la mesure de performance retenue. Le risque associé à la société (tel que mesuré par le Bêta) a un impact négatif sur la rémunération globale des dirigeants. Enfin, la présence d'un comité de rémunération au sein de la société a tendance à diminuer le niveau de rémunération des dirigeants, alors que les autres variables de gouvernance présentent des résultats plus mitigés et mixtes. Dans l'ensemble, nous pouvons conclure que la complexité opérationnelle de la société, mesurée par la taille de l'entreprise, a un impact positif sur la rémunération des dirigeants, atténué par la présence d'un comité de rémunération. De plus, la part fixe de la rémunération, ainsi que la rémunération globale sont nettement plus sensibles aux variables de gouvernance que ne l'est la part variable de la rémunération, qui ne semble pas réellement affecté par la présence de différents comités ou d'administrateurs indépendants.

## Références bibliographiques

- Aggarwal, R., Samwick, A.A. (1999). The Other Side of the Tradeoff: The Impact of Risk on Executive Compensation. *Journal of Political Economy* 107: 65-105.
- Andjelkovic, A., Boyle, G., McNoe, W. (2002). Public Disclosure of Executive Compensation: Do Shareholders Need to Know? *Pacific-Basin Finance Journal* 10: 97–117.
- Alcouffe, A., Alcouffe, C. (2000). Executive Compensation-setting Practices in France *Long Range Planning* 33: 527-543.
- Baker G., P., Jensen, M. C., Murphy, K.J. (1988). Compensation and Incentives: Practice vs. Theory *The Journal of Finance* 43(3): 593–616.
- Baumol, W.J. (1967). *Business Behavior, Value, and Growth*, Revised edition, New York.
- Benito, A., Conyon, M. (1999). The Governance of Directors' Pay: Evidence from UK Companies *Journal of Management & Governance*, 3(2).
- Conyon, M., Gregg, P., Machin, S. (1995). Taking care of business: Executive compensation in the United Kingdom *The Economic Journal* 105: 704-714
- Core, J.E., Holthausen, R.W., Larcker, D.F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance *Journal of Financial Economics* 51: 371–406.
- Cosh A. (1975). The Remuneration of Chief Executives in the United Kingdom *Economic Journal* 85: 75-95.
- Djelic, M.L., Zarlowski, P. (2005). Firms and governance in France: Historical perspective and recent trends *Sociologie du Travail* 47: 451-469.
- Elston, J. A., Goldberg, L. G. (2003). Executive compensation and agency costs in Germany *Journal of Banking and Finance* 27: 1391-1410.
- Faccio, M., Lang, L. (2002). The ultimate ownership of western European corporations *Journal of Financial Economics* 65: 365-395.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.
- Firth, M., Lohne, J. C., Ropstad, R., Sjo, J. (1996). The remuneration of CEOs and Corporate Financial Performance in Norway *Managerial and Decision Economics* 17(3): 291-301.
- Gray, S.R., Cannella, A. Jr. (1997). The Role of Risk in Executive Compensation *Journal of Management* 23(4): 517-540.

- Lee, S.H., Yoo, T. (2008). Competing rationales for corporate governance in France: Institutional complementarities between financial markets and innovation systems *Corporate Governance* 16(2): 63-76.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Earnings Management and Investor Protection: an International Comparison *Journal of Financial Economics* 69: 506-527
- Mueller D.C., Yun, S.L. (1997). Managerial Discretion and Managerial Compensation *International Journal of Industrial Organization* 15: 441-454.
- Netter, J., Wasserman, W., Kutner, M.H. (1989). *Applied regression models* Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Pfeffer, J. (1981). *Power in Organizations*. Pitman, Boston, MA.
- Trumbull, G. (2004). *Silicon and the State: French Innovation Policy in the Internet Age*, Brookings Institution, Washington, DC.
- Vander Bauwhede, H., Willekens, M. (2008). Disclosure on Corporate Governance in the European Union *Corporate governance* 16(2): 101-115.
- Williamson O. (1967). Hierarchical Control and Optimum Firm Size *Journal of Political Economy* 75: 123-138.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation for firms with a small board of directors *Journal of Financial Economics*, 40: 185-211.

**Tableau 1 – Caractéristiques économiques et de rémunération**

Variable	N	Moyenne	Écart-type	Min	Quantiles			Max
					< 0.25	Mdn	> 0.75	
<i>lagSales</i>	268	8757.659	12489.230	43.321	638.450	2398.755	11815.000	54869.000
<i>lagROA</i>	268	2.761	4.658	-13.613	0.496	2.567	4.941	17.513
<i>lagRET</i>	268	-7.008	36.291	-90.995	-31.488	-7.148	15.948	97.078
<i>Beta</i>	265	1.327	0.832	0.006	0.614	1.223	1.997	3.307
<i>CEO_SAL</i>	268	732.1399	515.6137	57.917	327.9215	629.5935	980	3390.981
<i>CEO_bonus</i>	268	420.7363	592.3738	0	0	145.9335	667.5	3472.594
<i>CEO_tot</i>	268	1152.876	887.9999	57.917	446.12	913.92	1609.985	4380.574
<i>IND</i>	268	34.920	25.273	0.000	10.317	36.364	53.333	100.000

*LagSales* est le chiffre d'affaires à la fin de l'année *t-1* pour la société *i* (en million euros); *lagROA* est le rendement des actifs pour l'année *t-1* de la société *i*; *lagRET* est le rendement boursier pour l'année *t-1* de la société *i*; *Beta* est le risque spécifique du MEDAF de la société *i* pour l'année *t*; *CEO\_SAL* est la part fixe de la rémunération individuelle pour l'année *t* du dirigeant de la société *i*; *CEO\_bonus* est le bonus annuel payé en année *t* du dirigeant de la société *i* calculé sur la performance en année *t-1*; *CEO\_TOT* est la somme du salaire et du bonus annuel payé en année *t* pour le dirigeant de la société *i* (les variables de rémunération sont exprimées en K euros); *IND* est le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration (ou conseil de surveillance) de la société *i* de l'année *t*.

**Tableau 2 – Caractéristiques de gouvernance**

Variable	N	Pourcentage	Cumulé
<i>Nombre total d'observations</i>	268	100	
<i>AUD_COM</i>	0	34	12.69
	1	234	87.31
<i>COMP_COM</i>	0	41	15.3
	1	227	84.7
<i>NOM_COM</i>	0	92	34.33
	1	176	65.67
<i>GOV_COM</i>	0	254	94.78
	1	14	5.22
<i>CA</i>	0	96	35.82
	1	172	64.18
<i>PDG</i>	0	129	48.13
	1	139	51.87

*AUD\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société *i* a un comité d'audit en année *t*, et 0 sinon; *COMP\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société *i* a un comité de rémunération en année *t*, et 0 sinon; *NOM\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société *i* a un comité de nomination en année *t*, et 0 sinon; *GOV\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société *i* a un comité de gouvernance en année *t*, et 0 sinon; *CA* est une variable dichotomique égale à 1 si la forme de gouvernance de la société *i* est la forme classique, et 0 sinon; *PDG* est une variable dichotomique égale à 1 si le dirigeant est à la fois président du CA et directeur général de la société, et 0 sinon.

**Tableau 3 – Classement sectoriel**

Dow Jones Market Sectors	Label	N	Percent	Cum.
<i>BSC</i>	Matériaux de base	9	3.36	3.36
<i>CYC</i>	Biens de consommations cycliques	72	26.87	30.22
<i>ENE</i>	Energie	6	2.24	32.46
<i>FIN</i>	Finance	42	15.67	48.13
<i>SANT</i>	Santé	8	2.99	51.12
<i>IDU</i>	Industrie	55	20.52	71.64
<i>NCY</i>	Biens de consommation, non cycliques	26	9.7	81.34
<i>TEC</i>	Technologie	39	14.55	95.9
<i>TLS</i>	Télécommunications	2	0.75	96.64
<i>SERV</i>	Services	9	3.36	100
<b>Total</b>	<b>Total</b>	<b>268</b>	<b>100</b>	

*CYC, ENE, FIN, SANT, IDU, NCY, TEC, TLS* et *SERV* sont des variables indicatrices codées 1 si la société appartient Respectivement au secteur : biens de consommation cycliques, énergie, finance, santé, industrie, biens de consommation Non cycliques, technologie, télécommunications ou services.

**Tableau 4 – Régressions sur données de panel**

	(1) <i>CEO_SAL</i>	(2) <i>CEO_bonus</i>	(3) <i>CEO_TOT</i>
<i>lagSales</i>	0.000013 (0.000)	0.000018 (0.000)	0.000033 (0.000)
<i>lagROA</i>	-0.015737 (0.022)	0.005577 (0.416)	-0.012548 (0.199)
<i>lagRET</i>	0.00723 (0.381)	0.002010 (0.019)	0.002858 (0.061)
<i>Beta</i>	-0.000203 (1.000)	-0.084685 (0.059)	-0.123467 (0.092)
<i>AUD_COM</i>	0.887108 (0.000)	0.057020 (0.529)	0.965075 (0.000)
<i>COMP_COM</i>	-0.798940 (0.000)	0.124535 (0.126)	-0.643921 (0.006)
<i>NOM_COM</i>	0.029043 (0.684)	0.013874 (0.849)	-0.004071 (0.975)
<i>GOV_COM</i>	-0.017553 (0.874)	-0.088313 (0.571)	-0.066536 (0.718)
<i>CA</i>	0.134102 (0.133)	0.057618 (0.547)	0.161695 (0.297)
<i>PDG</i>	-0.184229 (0.023)	0.076131 (0.428)	-0.048273 (0.752)
<i>IND</i>	0.003779 (0.001)	0.000900 (0.419)	0.004321 (0.010)
<i>Effets fixes temporels</i>	Inclus	Inclus	Inclus
<i>Effets fixes industriels</i>	Inclus	Inclus	Inclus
<i>Constante</i>	0.403885 (0.001)	0.064896 (0.680)	0.521725 (0.021)
Nombre d'observations	265	266	265
R <sup>2</sup>	0.468	0.342	0.455

P-values entre parenthèses, les erreurs sont corrigées par le test de White

*LagSales* est le chiffre d'affaires à la fin de l'année  $t-1$  pour la société  $i$  (en million euros); *lagROA* est le rendement des actifs pour l'année  $t-1$  de la société  $i$ ; *lagRET* est le rendement boursier pour l'année  $t-1$  de la société  $i$ ; *Beta* est le risque spécifique du MEDAF de la société  $i$  pour l'année  $t$ ; *CEO\_SAL* est la part fixe de la rémunération individuelle pour l'année  $t$  du dirigeant de la société  $i$ ; *CEO\_bonus* est le bonus annuel payé en année  $t$  du dirigeant de la société  $i$  calculé sur la performance en année  $t-1$ ; *CEO\_TOT* est la somme du salaire et du bonus annuel payé en année  $t$  pour le dirigeant de la société  $i$ ; *IND* est le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration (ou conseil de surveillance) de la société  $i$  de l'année  $t$ . *AUD\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société  $i$  a un comité d'audit en année  $t$ , et 0 sinon; *COMP\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société  $i$  a un comité de rémunération en année  $t$ , et 0 sinon; *NOM\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société  $i$  a un comité de nomination en année  $t$ , et 0 sinon; *GOV\_COM* est une variable dichotomique égale à 1 si la société  $i$  a un comité de gouvernance en année  $t$ , et 0 sinon; *CA* est une variable dichotomique égale à 1 si la forme de gouvernance de la société  $i$  est la forme classique, et 0 sinon; *PDG* est une variable dichotomique égale à 1 si le dirigeant est à la fois président du CA et directeur général de la société, et 0 sinon.

# Annexe 1

**Tableau 5 – Matrice de corrélation**

	<i>CEO_TOT</i>	<i>CEO_SAL</i>	<i>CEO_BONUS</i>	<i>lagSales</i>	<i>lagROA</i>	<i>lagRET</i>	<i>Beta</i>
<i>CEO_TOT</i>	1.000						
<i>CEO_SAL</i>	0.9297* (0.000)	1.000					
<i>CEO_BONUS</i>	0.5151* (0.000)	0.1631* (0.042)	1.000				
<i>lagSales</i>	0.3274* (0.000)	0.2396* (0.000)	0.3194* (0.000)	1.000			
<i>lagROA</i>	-0.1939* (0.006)	-0.2401* (0.000)	0.0393 (0.4929)	-0.1322* (0.0205)	1.000		
<i>lagRET</i>	0.0185 (0.7495)	-0.0332 (0.5679)	0.1275* (0.0275)	-0.0394 (0.4969)	0.0948 (0.1018)	1.000	
<i>Beta</i>	-0.1004* (0.0816)	-0.0224 (0.6980)	-0.2169* (0.0001)	-0.0469 (0.4165)	-0.2180* (0.001)	-0.1419* (0.0147)	1.000

. Pearson correlation

(.) Sig. (2-tailed)

\*la corrélation est significative à 10% (2-tailed)

*CEO\_SAL* est la part fixe de la rémunération individuelle pour l'année *t* du dirigeant de la société *i*; *CEO\_bonus* est le bonus annuel payé en année *t* du dirigeant de la société *i* calculé sur la performance en année *t-1*; *CEO\_TOT* est la somme du salaire et du bonus annuel payé en année *t* pour le dirigeant de la société *i*; *LagSales* est le chiffre d'affaires à la fin de l'année *t-1* pour la société *i* (en million euros); *lagROA* est le rendement des actifs pour l'année *t-1* de la société *i*; *lagRET* est le rendement boursier pour l'année *t-1* de la société *i*; *Beta* est le risque spécifique du MEDAF de la société *i* pour l'année *t*

**Tableau 6 – Niveaux des VIFs (Variance Inflation Factors)**

Variable	(1) <i>CEO_SAL</i>		(2) <i>CEO_bonus</i>		(3) <i>CEO_TOT</i>	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
<i>COMP_COM</i>	3.37	0.296777	3.24	0.308934	3.37	0.296777
<i>CA</i>	3.22	0.310738	3.04	0.329298	3.22	0.310738
<i>AUD_COM</i>	3.21	0.311527	3.01	0.332474	3.21	0.311527
<i>PDG</i>	2.99	0.334293	2.88	0.347226	2.99	0.334293
<i>Beta</i>	1.93	0.518764	1.91	0.524746	1.93	0.518764
<i>NOM_COM</i>	1.84	0.542025	1.84	0.544522	1.84	0.542025
<i>lagRET</i>	1.71	0.584713	1.67	0.600196	1.71	0.584713
<i>lagSales</i>	1.44	0.692464	1.44	0.692911	1.44	0.692464
<i>lagROA</i>	1.32	0.759232	1.31	0.761491	1.32	0.759232
<i>IND</i>	1.23	0.815557	1.24	0.805829	1.23	0.815557
<i>GOV_COM</i>	1.07	0.931172	1.08	0.927695	1.07	0.931172
Mean VIF	2.94		2.91		2.94	

---

<sup>i</sup> Traduction des auteurs.

<sup>ii</sup> Traduction des auteurs.

<sup>iii</sup> Depuis 2002, les sociétés cotées françaises doivent publier les rémunérations des dirigeants, c'est-à-dire du Président et des membres du conseil d'administration (loi NRE, 15 mai 2001).

<sup>iv</sup> Voir l'annexe 1 pour la matrice des corrélations.