

**AIX MARSEILLE UNIVERSITE**

**INSTITUT D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES**

Ecole Doctorale des Sciences Economiques et de Gestion d'Aix-Marseille

Centre d'Etudes et de Recherche en Gestion d'Aix-Marseille

**"Les déterminants de la rémunération des plus hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées au SBF 120"**

Thèse pour l'obtention du Doctorat ès Sciences de Gestion

Soutenue publiquement le 26 Novembre 2012

**Anne AMAR-SABBAH**

**JURY**

**Directeur de recherche :** **Monsieur Patrick ROUSSEAU**  
Professeur, IAE d'Aix-en-Provence, Aix-Marseille Université

**Rapporteurs :** **Monsieur Philippe DESBRIERES**  
Professeur, IAE de Dijon, Université de Bourgogne

**Monsieur Pascal LOUVET**  
Professeur, IAE de Grenoble, Université Pierre Mendès France

**Suffragant :** **Monsieur Pierre BATTEAU**  
Professeur, IAE d'Aix-en-Provence, Aix-Marseille Université

*« L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs ».*

**Titre : "Les déterminants de la rémunération des plus hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées au SBF 120"**

**Résumé :**

Notre recherche s'intéresse aux déterminants de la rémunération des plus hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées au SBF 120. Ce sujet trouve tout son intérêt du fait de la survenue de scandales liés aux montants de rémunération des dirigeants et dans un contexte national marqué par un fort tabou quant à cette question. Pour traiter de notre problématique, nous mobilisons le cadre de la théorie de l'agence complété par des approches permettant de prendre en compte le rôle actif des dirigeants dans la fixation de leurs montants de rémunération (théorie du pouvoir managérial et théorie de l'enracinement). Notre démarche empirique s'inscrit dans une perspective exploratoire en contexte français. Une première étape a consisté, par une étude qualitative, à préciser notre angle de recherche afin de dégager des hypothèses par l'administration d'entretiens semi-directifs et de questionnaires auprès des dirigeants. Ceci a permis de faire émerger des relations entre la performance boursière et économique passées des entreprises (en « t »), le pouvoir du dirigeant, le contrôle du conseil et de l'actionnariat et le montant de rémunération en espèces des dirigeants (salaire et bonus) (en « t + 1 »). Nos résultats montrent l'absence de relation entre la performance boursière et économique passées de l'entreprise et le montant de rémunération en espèces des plus hauts dirigeants exécutifs. Par ailleurs des mécanismes de contrôle du conseil et de l'actionnariat externes (administrateurs indépendants et investisseurs institutionnels) affecteraient positivement la rémunération en espèces des dirigeants. Enfin, une relation positive et significative est constatée entre le pouvoir du dirigeant et le montant de sa rémunération en espèces. Par ailleurs, plus le pouvoir de celui-ci serait grand et plus la relation positive entre le contrôle du conseil et de l'actionnariat et le montant de rémunération serait importante. Ces résultats ont été obtenus en contrôlant la taille de l'entreprise.

**Mots clés :** Rémunération, dirigeants exécutifs, pouvoir, performance, conseil, actionnariat.

**Title: Determinants of CEO remuneration of French Listed companies on the SBF 120**

**Summary:**

Our research focuses on the determinants of CEO remuneration for French companies listed on the SBF 120. This topic is of crucial importance because of the occurrence of scandals about the amounts of CEO compensation and in a national context characterized by a strong taboo on this issue. To address this problem, we mobilize the framework of the agency theory complemented by approaches that take into account the active role of CEOs in setting their remuneration amounts (managerial power theory and entrenchment theory). Our empirical approach is exploratory in the French context. A first step consists, thanks to a qualitative study, in clarifying our terms of research to generate hypotheses by administering semi-structured interviews and questionnaires with CEOs. This has led to the emergence of relationships between past corporate stock market and economic performance (in "t"), CEO power, the control of the Board of Directors and shareholders and the amount of CEO cash remuneration (salary and bonus) (in "t+1"). Our results show no relationship between corporate stock market and economic performance and the amount of CEO cash remuneration. We found a positive and significant relationship between the control of the Board of Directors and shareholders independent directors and institutional investors) and the amount of CEO cash remuneration. Finally, the CEO power positively and significantly affects their amount of cash remuneration. In addition, the stronger is the CEO power the stronger is the positive relationship between the control of the Board of Directors and shareholders and the CEO cash remuneration. These results were obtained by controlling the size of the company.

**Key words:** Remuneration, CEOs, power, performance, Board of Directors, shareholders.

*A Fabrice, Océane et Lucas.*

## Remerciements

Se lancer dans l'exercice des remerciements est un plaisir légèrement teinté de nostalgie car cela signifie que l'on a pu mener sa thèse, si ce n'est « à bien » tout au moins « au mieux », et que si un nouvel avenir s'annonce, une porte va bientôt se refermer. Tout travail étant perfectible, celui-ci n'échappe pas à la règle, mais selon l'expression consacrée « même les meilleures choses ont une fin » !

Mes plus vifs remerciements vont à mon Directeur de recherche, le Professeur Patrick Rousseau, sans qui ce travail de longue haleine n'aurait pu aboutir. Je lui sais gré de ses conseils constructifs et avisés, de sa bienveillance et de la confiance qu'il m'a accordée. Mes recherches ont bénéficié, je l'espère, de sa qualité d'exigence.

Une grande reconnaissance va, également, au Professeur Pierre Batteau, Directeur de l'école doctorale, pour sa générosité sans limite, la valeur de son écoute et pour sa profonde humanité.

J'exprime ma gratitude aux Professeurs Philippe Desbrières et Pascal Louvet pour avoir accepté de faire partie du jury de thèse, et je les remercie de la compréhension dont ils ont fait preuve quant aux délais très courts de restitution de mes travaux.

Que soient également remerciés tous les dirigeants qui ont bien voulu me recevoir et prendre la peine de répondre à mes questions. Sans leur fructueuse collaboration, ma thèse aurait été bien différente.

Un grand merci, pareillement, à Monsieur Alain Lacroux, qui m'a reçu à l'IUT de Draguignan, et m'a aimablement fait partager son expérience du logiciel Smart PLS.

Je tiens à remercier Marie-Christine Minio, mon « ange gardien » durant ces années de thèse, et dont le sourire et la positivité m'ont souvent redonné du « baume au cœur ». Merci à Michèle Combe, la « fée » de l'IAE, qui retrouve « l'introuvable », et qui a facilité ce travail de recherche par son aide et sa gentillesse. Je souhaite également saluer les compétences ainsi que la disponibilité attentive de Mesdames Brigitte Marcellin et Marie Laviron. Merci à toutes

les deux. Je ne peux remercier, ici, individuellement chaque personne de l'IAE, cependant mes pensées vont à tous, personnel de l'accueil ou des services.

Je ne saurais oublier mes collègues de travail, qui au fil du temps, sont devenus des amis, avec lesquels j'ai partagé les rires et les larmes : Basma T., Julie M., Skander Z., Sergio F., Daniel B., Jonathan P., Loubna T., Mbaye D., Richard H. Sans omettre Magalie M., amie et relectrice, que je remercie pour ses conseils éclairés et positifs.

Toute ma reconnaissance à Brigitte N., une « personne d'exception », avec laquelle j'ai partagé mes doutes et mes moments de bonheur, qui donne de sa personne sans compter, toujours à l'écoute de l'autre et surtout fidèle en parole et en amitié. Je la remercie infiniment.

Mes pensées les plus affectueuses se dirigent vers mes parents. Tout simplement, merci de m'avoir donné la vie, de m'avoir donné autant d'amour, merci pour vos paroles d'encouragement. Merci de m'avoir aidée à concilier enseignement, thèse et enfants. Merci à mes sœurs, Sarah, Emmanuelle et Kelly ainsi qu'à mon frère Philippe, pour nos rires et bêtises partagés, pour votre générosité, votre compréhension face aux difficultés et aux doutes, pour votre disponibilité envers mes enfants.

Je choisis de conclure en remerciant mon mari Fabrice et mes enfants Océane et Lucas. Mes chers enfants, merci pour tous les moments de bonheur (et de colères !!) que vous me donnez au quotidien. Merci à toi, Fabrice, pour ton sourire, ton amour, tes paroles toujours positives, tes mots d'encouragement et ta patience. En plus d'être un mari aimant, tu es un papa d'exception. Merci !!!

# Table des matières

<b>Remerciements</b>	<b>5</b>
<b>Introduction générale</b>	<b>12</b>
<b>Chapitre 1 : « Rémunération des dirigeants : définition &amp; perspectives historiques et contextuelles. »</b>	<b>18</b>
<b>Section 1. Les modes de rémunération des dirigeants</b>	<b>19</b>
1.1/ La rémunération en espèces	19
1.1.1/ La rémunération fixe : le salaire	19
1.1.2/ La rémunération variable : le bonus	19
1.2./ La rémunération en titres	20
1.2.1/ L'attribution de stock-options	20
1.2.2/ L'attribution d'actions gratuites	25
1.3/ Les autres modes de rémunération	26
1.3.1/ Les parachutes dorés	27
1.3.2/ Les primes de bienvenue	29
1.3.3/ Les retraites chapeaux	29
1.3.4/ Les jetons de présence	29
1.3.5/ Les avantages sociaux et non pécuniaires	30
<b>Section 2. Système de rémunération des dirigeants français : perspectives historiques et contextuelles</b>	<b>30</b>
2.1/ D'un capitalisme de cœur financier à la française à un système mixte : quel impact sur l'évolution des modes de rémunération des dirigeants d'entreprises cotées ?	30
2.2/ Régulation des politiques de rémunération des dirigeants d'entreprises françaises cotées : retours sur des évolutions significatives récentes	32
<b>Chapitre 2. Fondements théoriques sur la rémunération des dirigeants, questions et design de la recherche</b>	<b>38</b>
<b>Section 1. Théorie de l'agence et ses prolongements : quels enjeux pour la rémunération des dirigeants ?</b>	<b>38</b>
1.1/ Fondements théoriques de la théorie de l'agence : relations d'agence et mécanismes d'incitation des dirigeants	41
1.1.1/ Hypothèse d'un comportement opportuniste du dirigeant par la théorie de l'agence	42
1.1.2/ Conflit d'agence pré ou post-contractuel : l'effet de l'asymétrie d'information	43
1.2/ Limites de la théorie de l'agence et des contrats	44
1.3/ Des limites de la théorie de l'agence vers ses prolongements théoriques : quels enjeux pour la rémunération des dirigeants ?	46
1.3.1/ Théorie du tournoi et les mécanismes d'incitation financière des dirigeants	46
1.3.2/ Théorie de l'enracinement : vision complémentaire des théories de l'agence	46
1.3.2.1/ Enracinement, rémunération et performance : une vision négative	47
1.3.2.2/ Enracinement, rémunération et performance : une vision positive	47
1.3.3/ Théorie du pouvoir managérial : le dirigeant acteur de sa rémunération	48
<b>Section 2 : Les déterminants de la rémunération des dirigeants</b>	<b>50</b>
2.1/ Performance de l'entreprise	50
2.2/ Influence des mécanismes de gouvernance : la prégnance des mécanismes disciplinaires internes	53
2.2.1/ Caractéristiques des systèmes de gouvernance interne en France	56
2.2.2/ Le conseil d'administration : sa légitimité et son rôle	57
2.2.2.1/ Conseil d'administration : structure et pouvoir des dirigeants	58
2.2.2.2/ Les comités : un complément institutionnel au conseil d'administration	59
2.2.2.3/ Administrateurs indépendants et taille du conseil d'administration	61
2.3/ Caractéristiques des dirigeants	64
2.3.1/ Le réseau social et ses influences	65
2.3.2/ Les femmes et le pouvoir	66
2.3.3/ Cumul des mandats	66

2.3.4/ Ancienneté des dirigeants dans l'entreprise et au poste	67
2.4/ Caractéristiques de l'entreprise et son environnement	67
2.4.1/ Taille de l'entreprise	68
2.4.2/ Actionnariat	68
2.4.2.1/ Influence des investisseurs institutionnels	68
2.4.2.2/ Actionnariat familial	69
2.4.3/ Type d'activité de l'entreprise	70
2.4.4/ Les mécanismes externes de fixation de la rémunération des dirigeants	70
2.4.4.1/ L'Etat	70
2.4.4.2/ Le marché des actions	70
2.4.4.3/ Le marché des prises de contrôle	70
2.4.4.4/ Le marché du travail des dirigeants	71
<b>Section 3. Objectifs de la recherche, épistémologie et design</b>	<b>73</b>
3.1/ Objectifs de la recherche	74
3.2/ Positionnement épistémologique de la recherche	75
3.3/ Design, fiabilité et validité de la recherche	76
3.3.1/ Design de la recherche	76
3.3.2/ Fiabilité et validité de la recherche	77
3.3.2.1 Fiabilité de la recherche	77
3.3.2.2. Validité de la recherche	78
<b>Chapitre 3 : Etude exploratoire sur les politiques de rémunération des dirigeants d'entreprises cotées sur le marché français du SBF 120</b>	<b>81</b>
<b>Section 1. Choix méthodologiques d'investigation</b>	<b>82</b>
1.1/ Etude exploratoire qualitative par entretiens semi-directifs	83
1.1.1/ De la population à l'échantillon de l'étude qualitative par entretiens semi-directifs	84
1.1.2/ Méthodologie de collecte des données par entretiens semi-directifs	87
1.1.3/ Méthodologie de traitement des données récoltées par entretiens semi-directifs	89
1.1.3.1. Analyse de contenu lexicale et thématique	89
1.1.3.2. Choix d'un logiciel d'analyse des données : Sphinx Lexica	92
1.2/ Etude exploratoire qualitative par questionnaires	93
1.2.1/ Echantillon de l'étude exploratoire par questionnaires	94
1.2.2/ Administration du questionnaire	95
1.2.3/ Construction du questionnaire	96
1.2.4/ Traitement des données récoltées par questionnaires	98
<b>Section 2/ Résultats des études qualitatives par entretiens semi-directifs et questionnaires</b>	<b>98</b>
2.1/ Résultats de l'étude qualitative par entretiens	98
2.1.1/ Méthode d'analyse des entretiens semi-directifs	99
2.1.2/ Résultats de l'analyse lexicale globale	100
2.1.3/ Résultats de l'analyse lexicale détaillée	103
2.1.4/ Résultats de l'analyse de contenu thématique	109
2.1.4.1/ Traitement quantitatif de l'importance des thèmes	109
2.1.4.2/ Traitement qualitatif du sens des différents thèmes	110
2.2/ Résultats de l'étude qualitative par questionnaires	117
2.3/ Synthèse des résultats des études qualitatives	123
2.3.1. Influence de la performance sur la rémunération des dirigeants	124
2.3.2. Influence des mécanismes de gouvernance et de l'actionnariat	124
2.3.3. Influence des dirigeants	125
2.3.4. Variables de contrôle	126
<b>Chapitre 4 : Etude quantitative des déterminants de la rémunération des dirigeants par des modèles d'équations structurelles</b>	<b>127</b>
<b>Section 1 : Méthodologie des modèles d'équations structurelles</b>	<b>127</b>
1.1/ Choix de la méthodologie	128
1.2/ Description de la méthodologie	128
1.2.1/ Principes de fonctionnement de la méthodologie	129
1.2.2/ Spécification du modèle de mesure : indicateurs réflexifs <i>versus</i> formatifs	130
1.2.3/ Mobiliser les équations structurelles : le choix de la méthode PLS	132



<b>Section 2 : Modèle de recherche et opérationnalisation</b>	<b>135</b>
2.1/ Rappel du modèle et des hypothèses de la recherche	135
2.2/ Opérationnalisation du modèle de recherche	136
2.2.1/ Opérationnalisation de la rémunération des dirigeants	136
2.1.2/ Mesure de la performance boursière et économique de l'entreprise	137
2.1.2.1/ Echelle de mesure de la performance boursière	137
2.1.2.2/ Echelle de mesure de la performance économique de l'entreprise	138
2.1.3/ Echelle de mesure du pouvoir du dirigeant	139
2.1.4/ Echelle de mesure du pouvoir de contrôle du conseil et de l'actionnariat	140
2.1.5/ Opérationnalisation des variables de contrôle	141
2.2/ Test du modèle de mesure	142
2.2.1/ Test de la significativité des coefficients	142
2.2.1.2/ Validation des construits réflexifs	144
2.2.1.3/ Validation des construits (ou index) formatifs	147
<b>Section 3. Test des hypothèses par estimation du modèle structurel</b>	<b>148</b>
3.1/ Test du modèle structurel sans effet modérateur	149
3.2/ Test des effets modérateurs	150
<b>Chapitre 5. Discussion et conclusion</b>	<b>153</b>
<b>Section 1. Discussion des résultats de la recherche</b>	<b>153</b>
1.1/ Discussion des modèles de mesure et de leur test	153
1.1.1/ Discussion de l'opérationnalisation et du test du modèle de mesure du « pouvoir du dirigeant »	153
1.1.2/ Discussion de l'opérationnalisation et du test du modèle de mesure du « contrôle du conseil et de l'actionnariat »	155
1.1.3/ Discussion de l'opérationnalisation et du test du modèle de mesure de « la rémunération des dirigeants »	156
1.2/ Discussion des résultats des études qualitatives et du test des hypothèses	156
1.2.1/ Discussion de l'influence de la performance de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants	157
1.2.2/ Discussion de l'influence du contrôle du conseil de l'actionnariat sur la rémunération des dirigeants	158
1.2.3/ Discussion de l'influence du pouvoir du dirigeant sur la rémunération et de son influence modératrice sur le contrôle du conseil et de l'actionnariat	159
1.2.3.1/ Influence du pouvoir du dirigeant sur la rémunération	159
1.2.3.2/ Influence modératrice du pouvoir du dirigeant sur le contrôle des rémunérations par le conseil et l'actionnariat	161
1.2.4/ Discussion de l'influence de la variable de contrôle « taille de l'entreprise »	162
<b>Section 2. Conclusion : apports, limites et voies de recherche</b>	<b>163</b>
2.1/ Apports de la recherche	163
2.1.1/ Apports théoriques de la recherche	163
2.1.2/ Apports méthodologiques de la recherche	164
2.1.3/ Apports managériaux de la recherche	165
2.2. Limites et voies de recherche futures	168
<b>Bibliographie</b>	<b>169</b>
<b>Annexes</b>	<b>210</b>

# Table des illustrations

## Tableaux

Tableau 1. Récapitulatif des rapports, codes et lois	36
Tableau 2. Synthèse des déterminants de la rémunération des dirigeants : propositions de recherche	72
Tableau 3. Présentation de l'échantillon des entretiens	86
Tableau 4. Les différents types d'analyse de contenu	90
Tableau 5. Lexique et occurrences	101
Tableau 6. Lexique catégorisé	105
Tableau 7. Principaux quasi-segments répétés	106
Tableau 8. Lexiques relatifs : pivot « rémunération »	107
Tableau 9. Lexiques relatifs : pivot « performance »	108
Tableau 10. Intensités lexicales des thèmes	110
Tableau 11. Moyennes des thèmes selon la catégorie du répondant au sein de l'équipe de direction	110
Tableau 12. Résumé des avantages/inconvénients ULS-SEM versus PLS	134
Tableau 13. Indicateurs de mesure du construit réflexif « rémunération des dirigeants »	137
Tableau 14. Indicateurs de mesure du construit réflexif « performance boursière »	138
Tableau 15. Indicateurs de mesure du construit réflexif « performance économique »	139
Tableau 16. Indicateurs de mesure du construit réflexif « pouvoir du dirigeant »	140
Tableau 17. Indicateurs de mesure du construit formatif « contrôle du conseil et de l'actionnariat »	141
Tableau 18. Opérationnalisation des variables de contrôle	141
Tableau 19. Résultats du test du modèle de mesure avant suppression d'indicateurs non significatifs	143
Tableau 20. Résultats du test du modèle de mesure après suppression d'indicateurs non significatifs	143
Tableau 21. Cohérence interne et validité convergente des construits réflexifs	145
Tableau 22. Résultats de l'algorithme	145
Tableau 23. Contributions croisées	146
Tableau 24. Corrélations entre les construits latents	146
Tableau 25. VIF des indicateurs pour le construit « contrôle de l'actionnariat et du conseil »	147
Tableau 26. Test de significativité pour le construit « contrôle de l'actionnariat et du conseil »	148
Tableau 27. Test du modèle structurel par bootstrap (1 <sup>ère</sup> étape)	149
Tableau 28. Test du modèle structurel par bootstrap (1 <sup>ère</sup> étape)	149
Tableau 29. Test du modèle structurel par bootstrap (2 <sup>ème</sup> étape)	149
Tableau 30. Test du modèle structurel par algorithme (2 <sup>ème</sup> étape)	150
Tableau 31. Effet modérateur du « pouvoir du dirigeant »	151

## Figures

Figure 1. Degrés d'exploration et d'intervention	87
Figure 2. Extrait du corpus balisé	91
Figure 3. Courrier d'accompagnement	94
Figure 4. Statut du répondant	97
Figure 5. Etapes de la démarche d'analyse de contenu	99
Figure 6. Exemple de lemmatisation	100
Figure 7. Exemple de verbatim lié à l'usage du « On »	102
Figure 8. Verbatims liés à l'usage du « Très »	103
Figure 9. Concordances : pivot « rémunération »	107
Figure 10. Concordances : pivot « performance »	108
Figure 11. Dictionnaires de regroupement thématique	109
Figure 12. Indice boursier	118
Figure 13. Secteur d'activité	118
Figure 14. Civilité du répondant	118
Figure 15. Contrôle de la rémunération par le CR	119
Figure 16. Indépendants dirigeants / actionnaires	119
Figure 17. Conflits rencontrés par les dirigeants dans l'exercice de leurs fonctions	120

Figure 18. Outils incitatifs à la performance	121
Figure 19. Rémunération en fonction des performances passées (A) ou futures (B)	121
Figure 20. Diplôme des dirigeants	122
Figure 21. Ancienneté du dirigeant au poste et dans l'entreprise	123
Figure 22. Modèle global d'équations structurelles	129
Figure 23. Modèle simplifié et hypothèses de la recherche	135
Figure 24. Test des effets modérateurs	151

# Introduction générale

## Contexte de la recherche

Les dirigeants font l'objet de nombreux scandales financiers concernant l'attribution de rémunérations exorbitantes. Les années 2000 ont vu largement augmenter les faillites de grands groupes. Nous pouvons citer, par exemple, l'effondrement de l'empire Enron suivi de WorldCom, entraînant Andersen dans leur chute. Ce dernier, un des *big five*, considéré comme une référence de l'audit financier et comptable a mis fin au rêve américain. Les dérives financières ont installé une perte de crédibilité dans la publication des résultats et quant au rôle des dirigeants pour la création de valeur. Des performances parfois en berne couplées, pourtant, à des rémunérations de dirigeants toujours plus conséquentes, ont attisé la contestation. Ces scandales à répétition ont notamment conduit à pointer du doigt la déconnection possible entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. Dans le prolongement, les risques éthiques d'une rémunération des dirigeants non indexée sur la performance ou déconnectée de la réalité de création de performance économique réelle (trop de « financiarisation ») ont été soulignés. Ceux-ci peuvent notamment être incités à rentrer dans une spirale d'un « toujours plus de rémunération » potentiellement dommageable au fonctionnement et à la performance des entreprises. L'efficacité des mécanismes internes de contrôle des dirigeants, si souvent mis en avant par les codes de bonnes pratiques sur la gouvernance, est également remise en cause. Ainsi, il apparaît important de comprendre quels sont les mécanismes régissant de manière réelle, à ce jour, la fixation de la rémunération des dirigeants et notamment ceux des grandes entreprises cotées.

## Problématique et enjeux de la recherche

Face aux constats mentionnés ci-avant, nous avons choisi de questionner la nature des déterminants de la rémunération des dirigeants. Nous souhaitons, notamment, nous intéresser aux dirigeants des grandes entreprises cotées (notamment le SBF 120) car celles-ci ont été, ces dernières années, les plus contestées et questionnées quant à la rémunération de leurs dirigeants mandataires sociaux. Nous focaliserons également notre recherche sur la rémunération des plus hauts dirigeants exécutifs de ces entreprises. Ce choix s'explique du fait du rôle de première importance joué par ceux-ci dans la décision stratégique et pour la création de valeur. En effet, des mécanismes incitatifs mal pensés ou non efficaces pourraient avoir des conséquences dommageables sur les choix des dirigeants exécutifs et, *in fine*, sur la

performance des entreprises, voire même sur leur pérennité. Nous situerons également notre recherche en contexte français. Cet ancrage institutionnel et culturel semble important et scientifiquement intéressant, la France étant en train de vivre une transition importante et déjà largement engagée d'un capitalisme de cœur financier vers de nouvelles formes de capitalisme (Morin et Rigamonti, 2002). Celles-ci se caractérisent par une plus grande dispersion du capital des entreprises et par l'influence grandissante d'investisseurs institutionnels et étrangers, notamment sous l'impact de la mondialisation. Par ailleurs, la protection historique de l'économie française par l'Etat se distend également, conduisant à remettre en cause les privilèges anciennement octroyés à certains dirigeants d'Etat. Enfin, la France n'a pas été épargnée par les scandales financiers et a, également, connu certaines contestations des mécanismes incitatifs des dirigeants pour la satisfaction des parties prenantes des entreprises, pour leur performance ainsi que pour leur pérennité.

Dans ce contexte, il devient fondamental de réfléchir au rôle que pourrait jouer la rémunération des dirigeants pour devenir un mécanisme incitatif efficace en France. Cela est d'autant plus important que peu de travaux ont été menés sur ce sujet dans un contexte autre qu'anglo-saxon (Alcouffe, 2004). Si plusieurs thèses se sont intéressées à l'influence de la rémunération sur la performance des entreprises, nous avons, ici, choisi d'adopter une autre perspective. Nous souhaitons, notamment, comprendre comment se forme la rémunération des dirigeants par l'étude de ses déterminants. Cet objet de recherche pourrait, en effet, permettre d'éclairer pourquoi certaines rémunérations se sont à ce jour envolées et d'expliquer les logiques sous-jacentes à ce phénomène. Notre problématique sera donc la suivante :

<p style="text-align: center;"><b>Quels sont les déterminants de la rémunération des plus hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées au SBF 120 ?</b></p>
---

## **Cadre théorique**

Plusieurs champs théoriques se sont intéressés aux déterminants de la rémunération des dirigeants. Nous pouvons opposer, de manière caricaturale, deux groupes de théories accordant un rôle respectivement passif ou actif aux dirigeants dans la formation de leurs rémunérations et à leurs relations avec les apporteurs de capitaux.

La théorie de l'agence, tout d'abord, constitue l'ancrage théorique principal de nos

travaux (Jensen et Meckling, 1976). Cette théorie repose sur l'hypothèse de l'existence de conflits d'intérêts entre le dirigeant, opportuniste souhaitant maximiser son intérêt personnel, et l'actionnaire désireux d'une optimisation de la rentabilité financière de ses investissements (Boyer, 2005). La théorie de l'agence aborde la relation actionnaire-dirigeant selon une perspective contractuelle (Fama et Jensen, 1983a). La formalisation, par contrat, des obligations réciproques des deux parties permet de cadrer les résultats attendus, c'est-à-dire une performance. Toutefois, la garantie d'un contrôle total des dirigeants n'étant possible, nous constatons une incomplétude des contrats qui permet ainsi l'exercice du pouvoir discrétionnaire des dirigeants, notamment au niveau des montants de leur rémunération. Des mécanismes de contrôle des dirigeants se doivent, ainsi, d'être instaurés pour réguler leurs agissements (Williamson, 1985).

En présence de mécanismes de contrôle efficaces, l'espace discrétionnaire du dirigeant serait donc réduit et les actionnaires seraient protégés de possibles divergences d'intérêts et formes d'opportunisme. Cependant, la pratique et plusieurs études empiriques ont pu mettre en évidence les difficultés de contrôle maximal des dirigeants par les actionnaires et la réouverture, pour ceux-ci, d'espace de liberté. La théorie du pouvoir managérial s'est, ainsi, développée, par le constat du caractère imparfait des mécanismes de contrôle des dirigeants (Bebchuk et Fried, 2002). Selon la théorie du pouvoir managérial, la rémunération serait une part des problèmes d'agence et non un instrument potentiel de résolution des problèmes d'agence (Bebchuk et Fried, 2003). L'existence d'un espace discrétionnaire des dirigeants permettrait notamment à ces derniers d'endosser un rôle actif pour la fixation de leur rémunération. Ce pouvoir pourra d'autant plus s'exercer que le dirigeant est parvenu, au fil du temps à s'enraciner au sein de l'entreprise, ou que ses caractéristiques personnelles lui permettent de se rendre plus ou moins « rémunérable ». A ce sujet, la théorie de l'enracinement montre comment les dirigeants parviennent à se rendre irremplaçable, et donc à retenir par des rémunérations conséquentes, en développant des atouts spécifiques (Boot, 1992 ; Schleifer et Vishny, 1989). De manière complémentaire, la théorie du tournoi (Lazear et Rozen, 1981) réfléchit à l'influence de la compétition entre dirigeants pour la fixation du montant de rémunération de ceux-ci en tenant compte de leurs caractéristiques personnelles et de leurs compétences comparées.

## **Questions et objectifs de la recherche**

Notre recherche vise à comprendre les déterminants de la rémunération des dirigeants exécutifs d'entreprises françaises cotées. A partir des interrogations posées par notre cadre théorique, plusieurs questions de recherche émergent. Tout d'abord, il est intéressant de questionner l'influence de la performance de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants. Ce lien est, en effet, de première importance puisque remis en cause quant à son existence par la littérature mais aussi par les praticiens. Ensuite, l'efficacité des mécanismes de contrôle des dirigeants par les actionnaires, par le biais de mécanismes de gouvernance internes notamment, sera à investiguer. En effet, les dérives récentes montrent le fonctionnement imparfait voire même parfois défailant de ceux-ci pour le contrôle des dirigeants et de leurs rémunérations. Par ailleurs, les théories reconnaissant un rôle actif du dirigeant pour la fixation de sa rémunération invitent à questionner l'influence des caractéristiques de cet acteur et de son action pour la détermination de sa rémunération. L'influence potentiellement concomitante de ces éléments et leurs liens sera, aussi, à appréhender. Nos questions de recherche seront donc les suivantes :

**Q1 : Quelle est l'influence de la performance de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants ?**

**Q2 : Quelle est l'influence du contrôle des actionnaires, et donc des mécanismes de gouvernance internes, sur la rémunération des dirigeants ?**

**Q3 : Quel est le rôle du dirigeant dans la fixation de sa rémunération ?**

La réponse à ces questions de recherche permettra d'apporter des contributions intéressantes pour la littérature existante et pour les praticiens. D'un point de vue théorique, notre recherche permet de mêler l'influence de théories complémentaires et, souvent mobilisées de manière distincte, pour comprendre la fixation de la rémunération des dirigeants. Nous tiendrons compte, en effet, à la fois des mécanismes de contrôle des dirigeants mais également de la possibilité, pour ceux-ci, d'endosser un rôle actif dans la fixation de leur rémunération. Cet ancrage théorique nous permet d'appréhender les potentiels jeux de pouvoir existants pour la fixation de la rémunération des dirigeants au-delà de l'influence de la performance de l'entreprise. Du point de vue de la pratique, notre recherche pourra, ainsi, conduire à réfléchir, en contexte français, sur de nouveaux modes de contrôle des dirigeants et de leur rémunération. Une meilleure régulation de ces acteurs pourra

notamment être dessinée pour améliorer leur possible et juste contribution à la performance de l'entreprise.

## **Epistémologie, design de la recherche et plan du manuscrit**

Du fait du peu d'études réalisées sur notre problématique en contexte français, notre recherche s'inscrit dans une perspective exploratoire. Nous reprenons, en effet, les déterminants de la rémunération des dirigeants mis en lumière dans d'autres contextes pour capturer leur influence, et leurs possibles liens, en France et sur la population investiguée. Notre ancrage conceptuel riche et peu mobilisé par les auteurs sur ce sujet renforce, encore, la nécessité d'une approche exploratoire de notre problématique. Cela nous a amené à inscrire notre recherche dans un paradigme épistémologique (Maurand-Valet, 2011) dit « positiviste aménagé » (Baumard, 1997). Celui-ci permet de reconnaître l'existence d'une réalité, appréhendée par le chercheur de manière externe, sans pour autant refuser la possibilité d'émergence d'éléments nouveaux à partir du terrain (et potentiellement interprétables par le chercheur), ni un retour entre la littérature et le terrain (caractérisé par un ancrage institutionnel et culturel bien défini).

Pour traiter notre problématique, nous avons, tout d'abord, synthétisé les apports de la littérature. Dans un premier temps, nous avons souhaité définir les composantes de la rémunération des dirigeants tout en tenant compte des évolutions historiques et de l'influence du contexte culturel et institutionnel sur celle-ci (**chapitre 1**). Ensuite, nous avons établi le cadre conceptuel permettant d'appréhender les déterminants de la rémunération des dirigeants avant de présenter notre problématique et le design de la recherche (**chapitre 2**). Nous avons, par ailleurs, souhaité confronter les apports théoriques à la réalité du terrain. Dans un premier temps, une étude qualitative nous a permis de préciser et de restreindre notre objet de recherche. Celle-ci a reposé sur l'administration concomitante d'entretiens et de questionnaires exploratoires auprès des dirigeants d'entreprises françaises cotées (**chapitre 3**). Nous avons, ainsi, directement capturé les représentations et opinions de ces acteurs sur le sujet qui nous occupe. Les principaux déterminants de leur rémunération, en contexte français, ont été précisés ainsi que leurs liens. Cela nous a conduit à générer un certain nombre d'hypothèses que nous avons souhaité tester sur un échantillon représentatif d'entreprises. Nous avons, pour ce faire, mené une étude quantitative par l'utilisation de la méthode des équations structurelles sur un échantillon de 108 dirigeants d'entreprises



françaises cotées au SBF 120 (**chapitre 4**). Enfin, nous avons souhaité discuter des implications de nos résultats avant de récapituler les principales conclusions de notre travail (**chapitre 5**).

# **Chapitre 1 : « Rémunération des dirigeants : définition & perspectives historiques et contextuelles. »**

Notre chapitre 1 a pour objectif de dresser un état des lieux sur la variable principale, à expliquer, de notre recherche, à savoir la rémunération des dirigeants d'entreprises cotées. Nous commencerons, tout d'abord, par décrire les différentes modalités et composantes de la rémunération des dirigeants en présentant leur utilité ainsi que les enjeux y étant associés. Nous tenterons, ensuite, d'effectuer un cadrage historique et contextuel des enjeux de celle-ci. Nous traiterons notamment des différents points de l'histoire ayant conduit à faire de la rémunération des dirigeants un objet d'étude digne d'intérêt. En effet, une perspective historique semble intéressante, en sciences sociales, pour ne pas évincer l'héritage et les événements ayant façonné ce que nous étudions. La rémunération des dirigeants a, notamment, fait l'objet de nombreuses évolutions et controverses dans le temps, particulièrement au cours des 15 dernières années, qu'il convient d'évoquer. Nous interrogerons, également, les spécificités de l'appréhension de celle-ci en contexte français par rapport à d'autres contextes institutionnels. Nous aborderons plus spécifiquement une comparaison France/Etats-Unis puisque la majorité des recherches sur la rémunération des dirigeants se sont inscrites en contexte anglo-saxon. Cordeiro et Veliyath soulignent, en 2003, que « la réplique des résultats américains dans des contextes étrangers et l'établissement de leur généralisation est un domaine potentiel de recherche future fructueux » (p.63). Charreaux et Schatt (2005) puis Vigliano (2007) dénombrent, à ce titre, peu d'études françaises sur la rémunération des dirigeants. La démocratisation du sujet fut longue, principalement du fait de difficultés d'accès aux bases de données complètes et détaillées sur la question. Selon Alcouffe (2004), la simplification de l'accès aux bases de données, a débuté en France, à l'aube des années 2000, avec la mise en place de rapports, lois et codes de gouvernance successifs. Nous sommes, ainsi, désormais en mesure de présenter une étude approfondie de la rémunération des dirigeants au sein de ce contexte institutionnel en dégageant les enjeux.

## **Section 1. Les modes de rémunération des dirigeants**

Nous traiterons, ici, de la rémunération des dirigeants en espèces avant de nous intéresser aux autres types de rémunérations que ceux-ci sont susceptibles de percevoir.

### **1.1/ La rémunération en espèces**

La rémunération dite en espèces est composée d'un fixe et d'une part variable (Gomez-Mejia et al., 1987).

#### **1.1.1/ La rémunération fixe : le salaire**

La rémunération fixe correspond à un montant fixe payé en cours d'année et déterminé au préalable par le conseil d'administration, avec accord des dirigeants (Cozian et al, 2009). Un réajustement du montant est possible, en fonction de multiples déterminants, notamment la performance passée de l'entreprise, les années d'ancienneté du dirigeant ou encore en fonction du marché des dirigeants afin de ne pas perdre un dirigeant compétent. La détermination du salaire fixe est importante car d'autres composantes de la rémunération totale dépendent du montant alloué au salaire fixe, notamment les primes. Cette part de la rémunération est principalement fonction du secteur d'activité ainsi que de la taille de l'entreprise (Ciscel et Carroll, 1980). Les entreprises, où les stock-options n'existent pas, peuvent être compétitive et retenir leurs dirigeants, et ce, par le biais d'un salaire de base établi avec réflexion. Le salaire de base doit être un mode de rémunération suffisamment important pour motiver le dirigeant à maximiser les intérêts des actionnaires, et, par voie de conséquence, la performance de l'entreprise.

#### **1.1.2/ La rémunération variable : le bonus**

L'introduction des systèmes de rémunération variable, par bonus, a pour objectif de répondre aux critères d'incitation, à court terme, de la politique de rémunération des dirigeants. Cette part variable de la rémunération est, en général, exprimée en pourcentage de la partie fixe de la rémunération des dirigeants. La part variable, payée le plus souvent l'année suivant l'exercice dont elle dépend, est soumise à l'atteinte de certains objectifs de performance au cours de ce même exercice, qu'ils soient chiffrés ou consiste en la mise en place d'un ou des projets précis. Ainsi, au terme de l'exercice fiscal, le conseil

d'administration et le comité de rémunération déterminent si les objectifs de performance<sup>1</sup> (établis en début d'année fiscale) sont remplis. Dans le cas d'une réponse positive, le bonus annuel est octroyé au dirigeant. Néanmoins, il faut rester vigilant sur la part respective de responsabilité et de contribution qui revient au dirigeant, en terme de performance de l'entreprise. La mesure boursière est exprimée par l'évolution des cours boursiers. Elle ne peut être entièrement imputée aux actions du dirigeant. D'autres variables (développées dans le chapitre 2) viennent agir sur l'évolution et la variation de la performance. De plus, en fonction des entreprises, des critères de performance supplémentaires peuvent être pris en considération, dans le calcul du bonus annuel. Ces critères peuvent être « additifs, car chaque mesure détermine un montant de bonus indépendamment des autres mesures ou multiplicatifs, c'est-à-dire que le bonus attribué pour une mesure de performance peut diminuer ou augmenter en fonction de l'atteinte d'un autre critère de performance » (Dardour, 2009, p. 167).

## 1.2/ La rémunération en titres

La rémunération en titres se compose de l'octroi de stock-options et d'actions gratuites aux dirigeants.

### **1.2.1/ L'attribution de stock-options**

#### Définition et fonctionnement

En Français, le terme de stock-options peut être remplacé, comme le recommandent certains organismes officiels, par les dénominations « options d'achat d'action » (selon la délégation générale à la langue française). Pour la suite de la thèse, nous choisissons d'utiliser la dénomination anglophone « stock-options » qui reste plus largement répandue. L'attribution de stock-options consiste pour une entreprise à offrir la possibilité à certains salariés de souscrire des titres dans des conditions souvent plus favorables que le prix de marché.

Les stock-options étaient considérées, jusque dans les années 70, comme réservées aux entreprises américaines (Batteau, 2009). La loi du 31 décembre 1970 (n°70-1322) et son décret d'application introduisent la formule des stock-options. En France, elles sont régies par le Code de Commerce (art. L 225-177 à L225-186) et le Code des Impôts concernant leur fiscalité. Une stock-option est un droit attribué à un salarié de pouvoir acheter des actions de

---

<sup>1</sup> Les critères de performance retenus, pour déterminer le bonus annuel, peuvent être des mesures boursières ou financières.

son entreprise à un prix fixé à l'avance, dit prix d'exercice, avec une décote par rapport au cours de bourse du moment de l'attribution et dans un délai déterminé<sup>2</sup>, en général 2 à 5 ans. Dans l'hypothèse où un salarié prend la décision de lever son option, il achète les actions au prix d'exercice et réalise une plus-value à la revente.

Depuis la fin des années 70, l'attribution de stock-options a fait fortement augmenter la rémunération des hauts dirigeants (Jensen et al., 2004). Elle fait l'objet d'une opportunité, pour ces derniers, d'obtenir une rémunération additionnelle tout en réduisant les conflits susceptibles de les opposer aux actionnaires (Bebchuk et Fried, 2004 ; Bertrand, 2009). En effet, la politique de rémunération des dirigeants a un impact certain sur l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants (Finkelstein et Hambrick, 1988 ; Tosi et Gomez-Mejia, 1994). Cet alignement dépend principalement de la *pondération*<sup>3</sup> réalisée entre les trois composantes de la rémunération du dirigeant (Eminet et al., 2009) :

- la rémunération fixe est déconnectée des aléas économiques ;
- la rémunération variable, par bonus annuel, est liée à la réalisation d'objectifs de performance à court terme ;
- l'attribution d'un portefeuille de stock-options, dont la valeur dépend à moyen et long terme de l'évolution de la valeur actionnariale.

Dans ce contexte, les stock-options doivent permettre l'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux de leurs actionnaires. Cet outil a donc la capacité de faire converger la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise (Murphy, 1999 ; Ofek et Yermack, 2000) puisqu'il est naturellement indexé sur la valeur actionnariale. Les études établies depuis une vingtaine d'années, notamment celle de Hall et Liebman (1998), exposent l'intérêt et la nécessité d'une part variable de long terme dans la rémunération, afin d'établir un fort lien avec la performance boursière de l'entreprise. La rémunération des dirigeants sous forme de stock-options ou d'actions, permet une convergence, sur le long terme, de leurs intérêts vers ceux de leurs actionnaires, notamment concernant la prise de décisions à venir et cela contrairement aux bonus qui consistent à rémunérer les dirigeants sur le court terme, par rapport aux résultats passés.

---

<sup>2</sup> Ce délai doit être respecté, sinon le bénéficiaire sera pénalisé fiscalement.

<sup>3</sup> Selon Devers et al. (2007), la pondération influence l'attitude du dirigeant face au risque et la variabilité temporelle de ses décisions.

L'octroi massif de stock-options aux dirigeants n'a fait que croître depuis la fin des années 80, car cet outil de rémunération a l'avantage de motiver les dirigeants, habituellement averses au risque, à saisir des opportunités pouvant améliorer, de façon exponentielle, la performance de l'entreprise (Hall et Murphy, 2003). Après avoir motivé ses dirigeants, l'entreprise s'efforce de les retenir. Dès lors, il est imposé aux détenteurs de stock-options de conserver leurs titres (*vested*) pendant un temps minimal imposé par chaque entreprise, pour pouvoir ensuite les exercer. S'ils décident de démissionner de l'entreprise, ils devront renoncer à leur gain potentiel, réalisable à partir du prix d'exercice de leurs stock-options. Cependant, retenir un dirigeant à partir de stock-options reste compliqué pour une entreprise dont le cours de l'action devient très faible, voir nul. La diffusion des stock-options et autres outils incitatifs à la performance est supposée discipliner le comportement des dirigeants. L'utilisation des stock-options est largement diffusée, non seulement dans les entreprises dites matures, mais aussi dans les start-ups et les entreprises de technologie de l'information et communication (Boyer, 2005). La recherche d'innovations et l'utilisation de stock-options en tant que forme de rémunération, sont étroitement associées à la vision de la « nouvelle économie ».

Les avantages supposés de l'attribution de stock-options, notamment par la réduction des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, ainsi que leurs avantages fiscaux (Hall et Murphy, 2003) pour ceux qui en possèdent tout comme la possibilité de ne pas déboursier de *cash* pour l'entreprise payante ont conduit à une très grande popularité de ce mode de rémunération. Au début des années 2000, les stock-options<sup>4</sup> deviennent l'instrument de rémunération, des hauts dirigeants, le plus populaire (Conyon et Schwalbach, 2000 ; Murphy, 2002). L'engouement pour les stock-options est issu des préconisations de grands guides de gouvernance, notamment, en France, à la suite de la publication du premier rapport Viénot (1995) sur la gouvernance des entreprises.

Les modalités d'attribution et de fonctionnement des stock-options sont décidées par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, sur proposition du conseil d'administration ou du directoire. Ces modalités sont relatives au :

- bénéficiaire (en général des hauts dirigeants) ;
- prix d'exercice ;

---

<sup>4</sup> Selon Pérez et Fontela (2007), l'étude de Brown (2002) souligne une augmentation de l'utilisation des stock-options entre 1992 et 2000 de 27% à 60%.

- délais de levée d'option et de cession.

Avant de souscrire à une option, le conseil d'administration peut opter pour (1) les options de souscription d'action qui impliquent la création d'actions nouvelles lorsqu'elles sont exercées. Dès lors, une augmentation de capital s'en suit et engendre une dilution des droits et contrôle des anciens actionnaires. Néanmoins, selon l'article L 225-182 du Code de Commerce, « le nombre total d'options ouvertes et non encore levées ne peut donner droit à souscrire un nombre d'actions excédant une fraction du capital social déterminée par décret en conseil d'Etat. Il ne peut être consenti d'options aux salariés et aux mandataires sociaux<sup>5</sup> possédant plus de 10% du capital social ». Le bénéficiaire peut aussi opter pour (2) les options d'achat d'action ne génèrent pas de dilution du capital (*vs* les options de souscription d'action) dans le sens où elles ne donnent droit qu'à des actions existantes. Cependant, elles peuvent générer un gain ou une perte pour la société au moment de la levée de l'option. Il faudra aussi distinguer une option américaine d'une européenne. Dans l'hypothèse d'une option américaine, le bénéficiaire peut exercer son option quand il le souhaite entre  $t_0$  (date d'attribution) et  $t$  (à l'échéance). En revanche, au niveau de l'option européenne, elle ne peut être exercée avant l'échéance. Une option sera dite « à la monnaie », dans l'hypothèse où son prix d'exercice est égal au cours boursier quand l'option est levée. Si l'option a la possibilité d'être exercée avec une plus-value non nulle, elle sera dite « dans la monnaie ». Quand le cours de l'action est supérieur au prix d'exercice, l'option est dite « en dehors de la monnaie » et n'est alors pas exerçable.

Le cycle de vie des stock-options peut, ainsi, être appréhendé à partir de trois étapes (1) l'attribution des options où le bénéficiaire se voit attribuer, par l'entreprise, le droit d'acquérir un certain nombre de titres à un prix fixé le jour où l'option est consentie. La période qui précède l'exercice de l'option affiche un prix fixe. La (2) levée des options est, elle, relative à l'exercice, par le bénéficiaire, de son droit d'acquisition des actions au prix fixé lors de l'attribution des options. La plus-value réalisée est dite « d'acquisition ». Et, enfin, (3) la cession des actions qui correspond à la revente immédiate des actions acquises par le bénéficiaire, avec un encaissement de la plus-value. Sinon, celui-ci a la possibilité de différer la cession à une date ultérieure.

---

<sup>5</sup> Les dirigeants mandataires sociaux sont en charge de la définition de la stratégie de l'entreprise. De plus, ils disposent de pouvoirs formels que la loi ou les procédures de nominations lui confèrent. Selon la définition du rapport Bouton (2002), sont mandataires sociaux : les présidents, directeurs généraux, le ou les directeurs délégués généraux dans les sociétés à conseil d'administration, le président et les membres du directoire dans les sociétés à conseil de surveillance et directoire.

L'évaluation du prix des options peut être faite à partir de différents modèles. Le début des années 70, a été marqué d'une avancée majeure, par Black et Scholes (1973), dans l'évaluation des produits dérivés, dont le sous-jacent est une action qui ne paie pas de dividende. Dans un deuxième temps, une variante est apportée au modèle d'évaluation, avec la prise en compte des dividendes (Merton, 1974). Plus tard, le modèle binomial<sup>6</sup> sera élaboré par Cox, Ross et Rubinstein (1979). Le processus d'évaluation est itératif. Ce modèle a pour caractéristique de prendre en compte les variations de l'actif sous-jacent, *via* un arbre.

### Limites de l'outil de rémunération par stock-options

La libéralisation de la finance a provoqué la création et diffusion de nouveaux instruments financiers à travers le monde. Le contrôle des dirigeants et le système de récompenses attribué, à ces derniers, sont devenus centraux. La recherche académique s'attarde alors à comprendre le nouveau fonctionnement du monde de la finance (Murphy, 1999). La distribution de stock-options reflète de manière très forte cette évolution et l'explosion de leur utilisation n'est pas surprenante. Tout d'abord, celles-ci ont été largement prônées par de nombreux codes de gouvernance anglo-saxons comme mécanisme efficace de réduction des conflits d'agence. Nous avons évoqué ce point ultérieurement. Toutefois, la hausse importante de leur attribution est également due à la capture de ce mode de rémunération par les dirigeants. En effet, Conyon et Murphy (2000), dans leurs études sur les Etats-Unis et le Royaume-Uni, observent que les dirigeants eux-mêmes pousseraient à l'attribution de stock-options, voire même utiliseraient ce mode de rémunération en guise de pression afin de faire augmenter leurs rémunérations totales.

Des travers ressortiraient, notamment, de cette course aux stock-options. Les dirigeants pourraient notamment être tentés de manipuler l'indice de performance, et ce par des pratiques comptables douteuses. D'après l'étude de Lie et Heron (2007), plus de 200 dirigeants d'entreprises américaines auraient manipulé les dates d'attributions des stock-options de leurs salariés. Selon Du Boys (2007), l'efficacité des stock-options, dans l'idée de contraindre l'action des dirigeants, reste modérée et insuffisante pour contrôler entièrement les dirigeants. Lors de la bulle financière en l'an 2000, une marée de spéculation a enrichi les

---

<sup>6</sup> Ce modèle porte le nom de méthode binomial car « à chaque étape, il n'y a que deux étapes possibles. Mais en multipliant le nombre de périodes ou en subdivisant chaque période en sous période, nous pouvons obtenir des sous périodes très petites et un nombre de sous périodes très grands jusqu'à obtenir un très grand ensemble de valeurs de l'action à l'échéance de l'option » (Vernimmen, 2005, p.541).



dirigeants qui bénéficiaient de stock-options. Cependant, seulement un faible nombre de ces dirigeants a bénéficié d'un « extra » de rémunération lié à la qualité de leur management, c'est-à-dire à leur contribution réelle à la performance économique et boursière de l'entreprise. D'ailleurs, suite à l'éclatement de la bulle financière, de nombreux dirigeants ont renégozié leurs stock-options<sup>7</sup>, dans le but de maintenir leur niveau de rémunération total en dépit de piètres performances (Boyer, 2005). Ainsi, les stock-options représentent un enrichissement individuel pouvant être perçu comme « abusif » par les parties prenantes de l'entreprise non bénéficiaires, par exemple les salariés, car on ne peut affirmer avec certitude de l'existence d'une relation entre la performance des entreprises et les stock-options. Cet outil de rémunération, directement lié à la valeur boursière de l'entreprise permet d'isoler et de récompenser la contribution réelle du dirigeant à la performance. Rappelons, à ce sujet, que la valeur des stock-options est dépendante, en partie, du secteur d'activité et de l'évolution du cours boursier. En fonction du secteur d'activité, le dirigeant est rémunéré *pour la chance* (Bertrand et Mullianathan, 2001 ; Garvey et Milbourn, 2006), notamment dans l'industrie pétrolière, où la stratégie managériale n'a pas ou peu d'incidence. Par ailleurs, lorsque la conjoncture impacte positivement la valeur des stock-options, les dirigeants bénéficient d'une hausse des rémunérations, pour une performance qu'ils n'ont pas réalisé.

Les stock-options font, en conclusion, l'objet de nombreuses controverses et seraient susceptibles d'induire des problèmes d'*éthique* à l'intérieur de l'entreprise. Par ailleurs, celles-ci sont également parfois remises en cause quant à leur plus-value pour la performance de long terme de l'entreprise. La question se pose, notamment, du bien fondé d'une incitation des décideurs stratégiques par la seule valeur boursière (déconnection de la logique économique réelle ?). Enfin, les risques de malversation des dirigeants et, spécifiquement, de manquements éthiques pour la maximisation de leurs intérêts personnels sont également à conserver à l'esprit.

### **1.2.2/ L'attribution d'actions gratuites**

La distribution d'actions gratuites est devenue possible, pour les dirigeants d'entreprises par actions, en France, suite à la mise en place de la loi de finance, en 2005 (L 225-197-1 à L 225-197-5). L'acquisition d'actions gratuites n'est possible que pour les salariés (L 225-197-1 du Code de Commerce) ou les mandataires sociaux de l'entreprise. De plus, les bénéficiaires qui détiennent individuellement plus de 10% du capital social ne

---

<sup>7</sup> En 2001, la valeur des stock-options des dirigeants (S&P) augmente de 43,6% par an pour un rendement total de leurs entreprises en baisse de 12% (Economist, 2003)

peuvent bénéficier d'une attribution d'actions gratuites. Dans les sociétés anonymes, le conseil d'administration (ou le directoire), sur autorisation de l'assemblée de l'assemblée générale extraordinaire, procède à l'attribution d'actions gratuites.

Le délai de la période d'acquisition ne peut être inférieur à deux ans. De même, la durée minimale de conservation doit être de deux ans (délai fixé par l'assemblée générale). Dès lors, le temps d'indisponibilité totale sera de quatre ans au minimum. L'imposition du gain résultant de l'attribution et de la cession des actions gratuites est simplifiée par rapport à celle des stock-options. La détermination du régime fiscal des actions gratuites dépend de l'instruction n°184 du 10 novembre 2006. La plus-value d'acquisition est imposée au taux forfaitaire de 30% et la plus value issue de la vente d'actions gratuites est égale à la différence entre leur prix de cession et leur valeur à la date d'acquisition. Le taux forfaitaire imposé est de 19%. L'assemblée générale extraordinaire décide des conditions d'attribution d'actions gratuites, soit à l'ensemble des salariés ou seulement à certaines catégories (par exemple, les dirigeants). Les attributions gratuites font l'objet d'un plafonnement global (au maximum 10% du capital social) et aussi individuel (chaque bénéficiaire ne peut détenir plus de 10% du capital social). Aucune contribution financière n'est réclamée aux bénéficiaires.

Suite aux dérives dans l'emploi des stock-options, le prix d'exercice est, en général, encadré par la loi, imposant qu'il ne soit inférieur de plus de 20% du prix de l'action au moment où celle-ci est octroyée. De plus, le rapport Afep-Medef<sup>8</sup> (2008, p.26) préconise d'attribuer « aux mêmes périodes calendaires, (...) et sans doute chaque année, ce qui devrait limiter les effets d'aubaine ».

### 1.3/ Les autres modes de rémunération

Originellement venu d'outre-Atlantique, l'octroi de gratifications s'est largement démocratisé en France, notamment par le biais des parachutes dorés, retraites chapeaux, jetons de présence ou encore d'avantages sociaux. Pour ce qui est des parachutes dorés, ils sont censés compenser le côté éphémère du poste occupé de président- directeur général (P-DG)<sup>9</sup> ainsi qu'un éventuel manque à gagner du dirigeant qui s'engage, à son départ de l'entreprise, à respecter une clause de non-concurrence. De plus, comme pour les primes de bienvenue et

---

<sup>8</sup> L'association Française des Entreprises Privées (AFEP) et le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF).

<sup>9</sup> La loi du 16 novembre 1940 a créé le titre de P-DG, pour être ensuite renommé président du conseil d'administration. Le titre de P-DG a néanmoins été conservé (Cozian et al, 2009).

les retraites chapeaux (l'un à l'arrivée et l'autre à son départ de l'entreprise), les parachutes dorés constituent un des éléments de rémunération proposé pour attirer des candidats au moment du recrutement. Les jetons de présence font aussi parti des éléments de rémunération destinés à motiver un candidat à rejoindre l'entreprise, car cet outil de rémunération n'est pas tributaire des performances de l'entreprise, donc du dirigeant. Les avantages sociaux et non pécuniaires représentent une rémunération prestigieuse et attractive pour son bénéficiaire.

### **1.3.1/ Les parachutes dorés**

Les indemnités de départ, dites parachutes dorés, correspondent à une rémunération indirecte. Les parachutes dorés trouvent leur origine dans une volonté de contourner l'enracinement des dirigeants car l'assurance de percevoir un montant conséquent de rémunération devrait faciliter le départ de ces derniers. Depuis plusieurs années, les indemnités de départ<sup>10</sup> négociées à l'avance font partie intégrante des rémunérations de dirigeants de grands groupes. Elles sont censées les remercier des services rendus pendant leur présence dans l'entreprise. Ces indemnités perçues au moment d'une révocation (le cas de la faute lourde étant en général exclu) sont censées compenser le fait que la plupart de ces dirigeants n'ont pas droit au chômage et qu'ils doivent respecter des clauses de non-concurrence contraignantes qui restreignent leurs opportunités professionnelles dans les deux ou trois années suivant leur départ.

Néanmoins, on assiste récemment, en Europe et aux Etats-Unis, à une montée des appels à la modération et à la transparence de ces régimes spécifiques de rémunération. En France, la loi Breton du 26 juillet 2005, dite loi de la « modernisation de l'économie », impose que cet élément de rémunération entre dans le champ des conventions réglementées<sup>11</sup>, soumises à l'approbation des actionnaires. Cette initiative sera suivie aux Etats-Unis, où l'autorité de contrôle des marchés boursiers, la SEC, a renforcé les obligations de publication détaillée dans son « *SEC Act* » du 26 juillet 2006. Ces restrictions sont apparues aux suites des abus de nombreux dirigeants. Scotese (1985) fait parti des précurseurs désireux d'une modification du système puisqu'il présente les parachutes dorés comme étant une pratique abusive des dirigeants. En France, l'affaire Jaffré<sup>12</sup> est l'élément déclencheur, bien que les exemples soient multiples, car ni les salariés, ni les actionnaires de l'entreprise n'étaient au courant du montant de l'indemnité de départ de leurs dirigeants. Ainsi, Jaffré a perçu près de

---

<sup>10</sup> Les parachutes dorés sont connus sous la terminologie anglo-saxonne de « golden parachute ».

<sup>11</sup> Les retraites chapeaux sont soumises aux mêmes conventions.

<sup>12</sup> P-DG d'Elf jusqu'en 1999.

30 millions d'euros (en partie sous forme de stock-options). Puis Messier, ex P-DG de Vivendi-Universal, a fait parler de lui lors de son départ de la présidence du groupe en 2002, avec un parachute de 20,5 millions d'euros auquel il devra renoncer, sous la pression des américains et de la SEC<sup>13</sup>. De même que Zacharias, l'ex P-DG de Vinci, perçoit à son départ, la somme de 13 millions d'euros. Dès lors, de tels comportements ont attisé les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires des entreprises, mais également la colère de nombreuses parties prenantes. Ainsi, selon Lambert (2007), Zacharias est « quelqu'un ayant de grands mérites économiques qui, à partir d'un certain cap, perd le sens de la mesure et cesse de raisonner dans l'intérêt de l'entreprise pour ne plus se concentrer que sur un intérêt personnel, les deux intérêts devenant antagonistes ». Dès lors, c'est la raison pour laquelle, les organisations patronales (2007) estiment préférable que les indemnités de départ soient prévues contractuellement, dès l'origine, en fonction du salaire fixe. D'ailleurs Clamadieu, P-DG de Rhodia, s'est fait voter, en mai 2007, un parachute de deux ans de salaire en cas de cessation de fonctions. Le président de la république en poste, Nicolas Sarkozy, rajoute dans la loi TEPA (cf. section 2) que des critères de performance soient spécifiés et rendus publics.

Ainsi, selon Boyer (2005) la négociation des dirigeants, pour leur parachute doré, est dérangeante. Ce système de rémunération n'incite pas les dirigeants à performer pour satisfaire la création de valeur pour l'actionnaire. De plus, à leurs départs, les dirigeants bénéficient de facilités de crédits à titre personnel ainsi que de conditions de retraites avantageuses, en dépit de mauvaises stratégies initiées par ces derniers. Un dirigeant ne pourra percevoir son parachute doré que s'il est congédié pour des raisons stratégiques ou lors d'un changement de contrôle. Ainsi, le comité d'éthique de l'Afep-Medef, élabore un « code de gouvernance » dans lequel figure des mesures très précises, dont l'interdiction pour un dirigeant qui a échoué de toucher une indemnité de départ. « Il n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec la quittent avec des indemnités » (Folz et Parisot, 2008). Les parachutes dorés prennent fin, aussi, pour les dirigeants qui démissionnent ou changent de fonction à l'intérieur d'un groupe.

---

<sup>13</sup> Selon le glossaire du Vernimmen « La SEC est l'institution en charge de veiller à la bonne application des règles qui régissent le marché boursier des Etats-Unis (règles d'admission, fonctionnement du marché et des intervenants, suivi de l'information communiquée au marché...). La SEC est l'équivalent aux Etats-Unis de l'AMF en France. » [http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition\\_sec.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_sec.html)

### **1.3.2/ Les primes de bienvenue**

La prime de bienvenue ou bien *Golden Hello* est une indemnité versée à une personne pour la motiver à rejoindre une entreprise en tant que dirigeant de celle-ci. La prime de bienvenue est un mode de rémunération très pratiqué aux Etats-Unis, elle récompense le recrutement d'un haut dirigeant, sans attendre, dans l'immédiat, de performance en retour.

### **1.3.3/ Les retraites chapeaux**

Ce dispositif vise à compenser la fin d'activité des dirigeants. Les retraites chapeaux recouvrent plusieurs systèmes juridiques différents : le régime de retraite de base et le régime de retraite complémentaire légalement obligatoire. L'entreprise s'engage directement à verser à ses salariés cadres ou mandataires sociaux, un complément de retraite dont le versement est étalé pendant toute la durée de la retraite du bénéficiaire.

Le montant de retraite est prédéterminé et s'exprime, en général, en pourcentage du dernier salaire<sup>14</sup>. A partir de ce montant, sera déduite la somme des pensions servies par les régimes de retraites obligatoires. Les retraites chapeaux sont régies par l'article 39 du Code Général des Impôts qui définit les règles de déductibilité des charges des entreprises. Par ailleurs, si les salariés cadres ou mandataires sociaux n'achèvent pas leur carrière dans l'entreprise, ils ne peuvent prétendre à recevoir cette retraite supplémentaire.

### **1.3.4/ Les jetons de présence**

Les jetons de présence représentent une rémunération accordée aux membres<sup>15</sup> des conseils d'administration et de surveillance de sociétés anonymes. Le but du jeton de présence est de rémunérer les administrateurs pour leur activité au sein d'une entreprise. Ceux-ci récompensent, par exemple, leur assiduité aux réunions du conseil. Le montant des jetons de présence est défini par l'assemblée générale de l'entreprise et sa répartition entre les membres est effectuée par le conseil d'administration. Il prend la forme d'une somme fixe annuelle et globale qui est indépendante des bénéfices réalisés (ou non) par l'entreprise et n'est pas lié par des dispositions statutaires ou des décisions antérieures (art. 108 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966).

---

<sup>14</sup> Bien que les règles, qui déterminent le montant des retraites chapeaux, sont établies contractuellement, le cumul emploi-retraite peut faire débat lorsque les montants sont jugés trop importants, notamment dans l'affaire Proglia (2010), ancien P-DG d'EDF.

<sup>15</sup> Ces membres sont les P-DG, directeurs généraux et administrateurs.

### **1.3.5/ Les avantages sociaux et non pécuniaires**

Ces avantages, considérés comme prestigieux pour son bénéficiaire, ont pour fonction de répondre aux besoins relatifs à chaque dirigeant. Ces avantages peuvent être divers et variés, notamment la voiture de fonction et son chauffeur à disposition, le logement et autres avantages distractifs, etc. Des avantages sociaux sont aussi présents dans le panier de rémunération des dirigeants, par exemple, les assurances vie, maladie et d'invalidité.

## **Section 2. Système de rémunération des dirigeants français : perspectives historiques et contextuelles**

Pour questionner l'ancrage culturel/institutionnel et l'influence de l'histoire sur la rémunération des dirigeants d'entreprises françaises cotées, nous retracerons, en France, les principaux événements marquants et avancés sur cette question. Nous interrogerons, également, l'influence de différentes pratiques d'inspiration anglo-saxonnes. En effet, les systèmes européens et anglo-saxons, notamment américains, se caractérisent par des systèmes institutionnels et des caractéristiques culturelles différentes susceptibles d'impacter les pratiques en matière de gouvernance des entreprises et, *in fine*, la formation de la rémunération des dirigeants.

### **2.1/ D'un capitalisme de cœur financier à la française à un système mixte : quel impact sur l'évolution des modes de rémunération des dirigeants d'entreprises cotées ?**

Historiquement, la place des dirigeants des grandes entreprises françaises a été marquée par l'influence d'une culture élitiste et par une certaine forme de protectionnisme pour faciliter l'expansion du pays. Tout d'abord marquée par une tradition colbertiste, l'Etat français a souvent recherché à favoriser ses entreprises et ses dirigeants par une politique dirigiste et protectionniste. Ce phénomène a également été renforcé par la nationalisation rappelant les liens étroits entre le gouvernement et les décideurs économiques du pays. D'ailleurs, il est aisé de constater que nombre de dirigeants d'entreprises françaises cotées ont été, et sont toujours, d'anciens fonctionnaires issus de la haute administration. Du fait de ces liens forts et protecteurs entre gouvernants et dirigeants d'entreprises, ces derniers ont bénéficié de rémunérations incluant, souvent, avantages en nature et privilèges liés à leur rang. Par ailleurs, jusque dans les années 70, la rémunération des dirigeants est gardée relativement secrète. Au fil du temps, la rémunération de ces mêmes dirigeants s'est accrue tout en conservant une certaine opacité sur le montant de celle-ci.

Ce phénomène, bien que toujours présent, s'est progressivement érodé sous plusieurs influences. D'une part, *l'intégration Européenne*, se caractérisant par la mise en place des règles Européennes de Bruxelles a permis, en partie, l'évolution des pensées. La philosophie libérale<sup>16</sup> (1957) a, ainsi, été progressivement introduite par la construction européenne. Cela prend, par exemple, la forme d'une lutte contre les monopoles, dite anti-colbertisme. D'autre part, au-delà de l'intégration européenne, la *mondialisation* a considérablement bouleversé l'économie française. On remarque, notamment, des modifications substantielles de l'actionnariat des entreprises françaises cotées. En effet, un capitalisme de cœur financier a progressivement cédé sa place à de nouvelles formes de capitalisme : patrimonial traditionnel, patrimonial moderniste ou de marché financier (Morin et Rigamonti, 2002). Les deux dernières formes de capitalisme se retrouvent dans l'actionnariat de certaines entreprises françaises et conduisent à l'introduction de logiques de gouvernance anglo-saxonnes induites, notamment, par la présence d'investisseurs institutionnels et étrangers au capital des entreprises françaises cotées. Ces évolutions ont naturellement conduit à des cassures dans le système traditionnel français et donc, dans les liens entre Etat et entreprises. L'Etat endosse désormais le rôle de « partenaire et non de grand manitou même si un certain modèle à la française subsiste toujours » (Jacquet et Jacquet, 2005, p.228).

La France se rapproche, ainsi, du système américain, tout en conservant ses fondamentaux. Nous pouvons caractériser le modèle français comme *un système mixte*. L'affaire Arcelor-Mittal est susceptible d'illustrer ce phénomène. En effet, lors de la restructuration du domaine de l'acier, les entreprises Arcelor et Mittal fusionneront. Il était alors nécessaire de choisir le dirigeant de la nouvelle structure entre le dirigeant français (Guy Dollé) et le dirigeant indien (Lakshmi Mittal). Ce dernier sera choisi, par les actionnaires, en tant que P-DG. Dans le même temps, l'Etat français veillera, toutefois, à retarder l'Offre Publique d'Achat (OPA) pour fixer un certain nombre de conditions respectueuses des traditions françaises. L'affaire du crédit Lyonnais reflète également ce système tiraillé entre une influence étatique toujours présente et des évolutions de gouvernance liées à l'influence d'actionnaires variés. Dans ces conditions, le P-DG regagne de la marge de manœuvre par

---

<sup>16</sup> C'est à travers le corpus classique (Locke, Montesquieu, Turgot, Kant, Jefferson, Say, Constant, Bastiat, Tocqueville, Stuart Mill et Spencer) ou bien en « découvrant » Mises, Hayek et Friedman que la pensée libérale se fonde sur l'individu en coopération ou en concurrence avec d'autres individus dans des contextes économiques, politiques et culturels variés.

Une autre caractéristique du libéralisme est la primauté de la liberté, vue comme un facteur fondamental d'accomplissement moral et social.

une dilution des possibilités de contrôle par l'actionnariat et les rémunérations sont susceptibles d'augmenter très rapidement.

Les systèmes de gouvernance des entreprises françaises cotées restent imprégnés fortement de ces différentes évolutions et cela n'est pas sans conséquence sur le système de rémunération de leurs hauts dirigeants. En effet, autrefois majoritairement déterminée par des privilèges ou une appartenance à un certain réseau élitiste, la rémunération des dirigeants est, aujourd'hui, également impactée par l'effectivité des dirigeants du fait d'un marché de ces derniers devenu international et de plus en plus compétitif. L'influence des performances réelles de ces derniers pourrait d'ailleurs devenir plus prégnante, et notamment le maintien d'un niveau élevé de performance boursière. La rémunération refléterait-elle désormais la compétence ? Ainsi, un dirigeant auquel on octroierait une rémunération faible, comparativement aux autres dirigeants d'entreprises de taille similaire et secteur d'activité comparable, perdrait alors de sa crédibilité. Le remplacement du P-DG<sup>17</sup> d'EADS (Noël Forgeard), par celui de la SNCF (Louis Gallois), a généré, sur ce sujet, beaucoup d'interrogations. Dans l'hypothèse, de l'octroi d'une rémunération plus faible, comparativement à son prédécesseur, cela signifie implicitement, que Gallois serait moins compétent que Forgeard.

Ainsi, les codes de gouvernance et la réglementation, ont essayé de produire, pour le système français, des préconisations en matière de rémunération des hauts dirigeants adaptés aux enjeux du contexte français.

## 2.2/ Régulation des politiques de rémunération des dirigeants d'entreprises françaises cotées : retours sur des évolutions significatives récentes

Les défaillances graves constatées à la fin du siècle dernier en matière de gestion d'un certain nombre de sociétés cotées, notamment Enron, Worldcom, Parmalat, ou encore le Crédit Lyonnais, ont mis en lumière la nécessité de mieux contrôler l'action des dirigeants, d'améliorer la qualité de l'information financière, de renforcer les processus d'audit et de contrôle interne des risques. Dans cette perspective, de nombreux pays ont réformé leur système juridique, notamment au niveau du Droit des Sociétés, et édicté des recommandations sous forme de codes de gouvernance professionnels. Les Etats-Unis ont adopté la loi Sarbanes-Oxley (2002). Celle-ci a été votée sous la pression et l'exaspération de l'opinion publique face à une forte augmentation de la rémunération des dirigeants avec, en

---

<sup>17</sup> Le P-DG d'EADS (Noël Forgeard) est remplacé par le P-DG de la SNCF (Louis Gallois).



contrepartie, une baisse de la performance et du marché des actions des entreprises. Les missions imparties au conseil d'administration relatives au contrôle des comptes et de l'information financière, à l'évaluation des dirigeants et au contrôle interne constituent un élément essentiel de cette évolution. Les réglementations américaines ont souhaité travailler sur des mécanismes de gouvernance<sup>18</sup> susceptibles d'améliorer l'action des dirigeants et la performance de l'entreprise, notamment pour favoriser l'intérêt de l'actionnaire.

La France a suivi la même voie sur ces questions. Ainsi, L'ANSA<sup>19</sup> publie en 1993 un premier travail sur la gouvernance d'entreprise. Les différents rapports et codes mis en place dans l'optique d'une gouvernance optimale sont aujourd'hui supportés par des lois, rédigées par les deux organisations patronales (Afed-Medef). Ces dernières proposent plusieurs préconisations, en matière de rémunération, jugées indispensables afin de palier les dérives des dirigeants et d'éviter les malversations. Dès lors, la première concerne *l'interdiction de présence du dirigeant au conseil d'administration*, lorsque celui-ci se réunit pour statuer sur la rémunération du dirigeant. Ensuite, la deuxième recommandation est de *prendre en compte la totalité des éléments perçus ou susceptible d'être perçus par les dirigeants* au titre de leur rémunération : partie fixe et variable, options d'actions et actions gratuites, avantages en nature, retraite, indemnités de départ et jetons de présence. Pour conclure, la dernière préconisation est relative à la *transparence de l'information* : l'Afed et le Medef demandent que les stock-options soient valorisées, au départ, à leur coût comptable, de manière à distinguer ce qui est dû à la générosité du conseil d'administration et ce qui est imputable à la performance de l'entreprise.

Des rapports successifs ont eu pour objectif de consolider l'indépendance des administrateurs par rapport au président du conseil d'administration qui détenait trop de pouvoir à lui seul. Ainsi, à l'initiative du CNPF<sup>20</sup> et de l'Afed, les rapports Viénot I (1995), Viénot II (1999), Marini (1996) et Bouton (2002), vont faire émerger un débat qui ne sera véritablement repris qu'après les grands scandales financiers internationaux. Le premier rapport français, en matière de gouvernance d'entreprise, le rapport Viénot I, propose plusieurs recommandations, notamment sur l'information des actionnaires, l'examen périodique de la composition, de l'organisation et du fonctionnement du conseil d'administration, la présence d'au moins deux administrateurs indépendants dans les conseils,

---

<sup>18</sup> Les règles de bonne conduite ne restent plus cloisonnées aux grandes entreprises, les PME et les entreprises publiques souhaitent aussi la mise en application et les mécanismes de gouvernance efficaces.

<sup>19</sup> L'Association Nationale des Sociétés par Actions.

<sup>20</sup> La Caisse Nationale du Patronat Français.

les droits et les obligations du conseil, la création d'un comité des comptes et d'un comité des rémunérations. Par le biais des écrits du rapport Viénot II (1999), les obligations de transparence se trouvent, elles, largement renforcées. Celui-ci réclame, notamment, la publication, dans le rapport annuel, du montant global des rémunérations perçues par les hauts dirigeants. De plus, en 2002, la transparence se trouve encore renforcée par le biais d'un écrit obligeant les entreprises à justifier les niveaux de salaires, et ce, par l'adoption de «régulations sur le rapport de la rémunération des dirigeants»<sup>21</sup> (Point, 2005, p.16). Ces évolutions s'inspirent des mesures avant-gardistes des Etats-Unis ou de la Grande Bretagne où, depuis le début des années 90, les rapports annuels et/ou les documents de convocation des actionnaires à l'Assemblée Générale «(...) comportent la description précise de la politique de détermination des rémunérations de toute nature, et fournissent des données chiffrées nominatives concernant chacun des membres du Conseil d'administration » (Viénot, 1999, p.11).

Ces rapports vont inspirer la loi n° 2001-420 du 15 Mai 2001, relative aux Nouvelles Régulations Economiques (NRE). Cette loi a notamment modifié le fonctionnement du conseil d'administration, en dissociant les fonctions exécutives et de contrôle afin d'obtenir une meilleure répartition des pouvoirs. Elle a eu pour effet de renforcer l'indépendance des administrateurs par rapport au président. Par ailleurs, les actionnaires peuvent, désormais, engager à l'encontre de l'entreprise une procédure de référé injonction afin que les informations demandées leurs soient communiquées. Il est également précisé que doit figurer, à l'intérieur du rapport annuel, le montant des rémunérations et des avantages en nature versés durant l'exercice social de chaque mandataire social. Ces mesures ont pour objectif de restaurer la confiance des actionnaires et investisseurs et cela d'autant plus que la rémunération des mandataires sociaux semble rester encore un sujet « sensible » pour ces derniers. « A la différence des Américains, toujours ravis de claironner le niveau de leur rémunération, signe de leur savoir-faire professionnel et de leur réussite sociale, les français en gardent jalousement le secret comme une maladie honteuse » (Cozian et al, 2009, p.215).

Dès lors, la Loi de Sécurité Financière<sup>22</sup> (LSF) n° 2003-706 est votée le 1<sup>er</sup> août 2003 (appelée aussi Loi Mer) afin d'obliger les mandataires sociaux à mentionner les rémunérations et les avantages de toute nature perçus de la société dans laquelle le mandat est

---

<sup>21</sup> Point (2005) précise qu'«Il ne s'agit pas d'obligations légales, mais de *soft laws*, c'est-à-dire des recommandations fortes dont il serait très mal vu pour une entreprise de s'affranchir».

<sup>22</sup> Cette loi a été adoptée dans le contexte de l'affaire Vivendi, dont le président, Jean-Marie Messier, avait théoriquement droit à 20,5 millions d'euros (auxquels il finit par renoncer).

exercé. Il est imposé aux dirigeants d'entreprises cotées de déclarer auprès de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>23</sup> (AMF) toutes leurs opérations personnelles sur les titres de la société. Ensuite, la loi pour la Confiance et la Modernisation de l'Economie n° 2005-842 du 26 juillet 2005 impose de détailler, dans le rapport annuel des sociétés, les rémunérations (fixes et variables), ainsi que les critères de calcul. Par ailleurs, les indemnités de départ devront être approuvées en conseil d'administration. La Loi pour le Développement de la Participation et de l'Actionnariat Salarié n° 2006-1770 du 30 décembre 2006 incite et facilite, elle, le développement de la participation des salariés. Cette loi encadre, par le conseil d'administration, l'attribution des stock-options et d'actions gratuites. La loi pour le Travail, Emploi, Pouvoir d'Achat (TEPA) n° 2007-1223 du 21 août 2007 exige que l'attribution de parachutes dorés se fasse à des conditions de performance fixées à l'arrivée du dirigeant dans l'entreprise<sup>24</sup>. Lors du départ du dirigeant, le conseil d'administration est désormais saisi du versement ou non des indemnités. L'assemblée générale des actionnaires doit voter la rémunération des dirigeants de manière individualisée. Enfin, la loi en faveur des revenus du travail, n° 2008-1258 du 13 décembre 2008, est votée dans le prolongement de la loi TEPA. Ce texte (de décembre 2008) présente un certain nombre de dispositions favorables :

- au développement de l'intéressement et de la participation ;
- à l'association des salariés à la participation de la gestion ;
- au développement des plans d'épargne salariale.

Ainsi, l'instauration de lois successives va jalonner et contribuer à la mise en place d'un code de bonne conduite (2008) relatif aux mécanismes de gouvernance d'entreprise. Selon Wirtz (2005, p.145), « les codes de gouvernance ont tendance à promouvoir un degré de transparence élevé (...) notamment dans la rémunération des mandataires sociaux ainsi que dans le degré d'indépendance du conseil d'administration ». Bien que ce code de gouvernance apparaisse très insuffisant pour le mouvement de gauche, Parisot<sup>25</sup> (2010) promet le respect des principes de ce code selon l'injonction « appliquer ou s'expliquer » (*comply or explain*). Elle considère que la loi a souvent des conséquences plus importantes que celle que l'on peut imaginer au préalable. Dès lors, elle dénonce les effets pervers liés à une volonté croissante à légiférer. Ainsi, « aux Etats-Unis, dans les années 80, c'est une loi fiscale (...)

---

<sup>23</sup> Selon l'article L. 621-1 du Code des Sociétés (2010), l'AMF est une « autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie. Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européens et international ».

<sup>24</sup> La mesure ne concerne ni les clauses de non-concurrence, ni les retraites chapeaux.

<sup>25</sup> Laurence Parisot est la Présidente du Mouvement Des Entreprises De France (MEDEF).

sévère sur les salaires qui avait provoqué le développement parfois fou des stock-options » (Parisot, 2008). Depuis la mise en place de la loi NRE (2001), suivie des lois que nous venons de présenter, de nouvelles dispositions doivent être respectées par les parties prenantes de l'entreprise, notamment la diffusion d'une information fiable et suffisamment détaillée fait partie des points essentiels pour que la gouvernance soit optimale. En revanche, une information partielle ou confuse peut compromettre le fonctionnement et la confiance sur les marchés et ainsi aboutir à une mauvaise répartition des ressources. De ce fait, une asymétrie d'information dans la pratique comptable peut provoquer une instabilité au sein de l'entreprise sachant que celle-ci est une des principales sources d'information des parties prenantes. Suite aux scandales financiers<sup>26</sup> rencontrés par les entreprises françaises, le Medef et l'Afep répondent aux accusations en janvier 2007, par la mise en place des « recommandations patronales » visant à normaliser le problème lié aux rémunérations des hauts dirigeants français. L'affaire Zacharias (du nom de l'ancien P-DG de Vinci) a probablement accéléré la rédaction d'un code de gouvernance (2008). Néanmoins, ces recommandations n'ont pas pour objectif de réduire l'écart des rémunérations avec les salaires les plus bas, mais d'intégrer des comportements modérés, selon Parisot (2007) « il est normal de voir des rémunérations élevées, voire très élevées, si elles sont liées à des critères de talent et de performance ». Le tableau ci-après rappelle les principales initiatives législatives et normatives de régulation de la rémunération des dirigeants.

Tableau 1. Récapitulatif des rapports, codes et lois

Noms	Années	Dispositions
Rapport Viénot I	Juillet 1995	Initié par le CNPF et l'AFEP : - Améliorer l'information aux actionnaires ; - Présence minimale au moins 2 actionnaires indépendants au Conseil d'Administration.
Rapport Marini	1996	- Dissociation entre le président du conseil d'administration et le directeur général ; - Etendre le pouvoir du comité d'audit.
Rapport Viénot II	Juillet 1999	Publication dans le rapport annuel du montant global des rémunérations perçues par les dirigeants.
Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE)	Mai 2001	Impose dans le rapport annuel de l'entreprise, la publication de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social.
Rapport Bouton	Septembre 2002	- Code monétaire et financier ; - Etendre les mesures de transparence et d'éthique ;

<sup>26</sup> Par exemple, les affaires Jaffré et Vinci.

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Définit précisément les règles à respecter concernant la part variable de la rémunération des dirigeants.</li> </ul>
Loi de Sécurité financière (LSF)	Juillet 2003	Oblige les mandataires sociaux de mentionner les rémunérations et les avantages de toute nature perçus de la société dans laquelle leur mandat (de dirigeant) est exercé.
Rapport Clément	Décembre 2003	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mission d'information sur la gouvernance d'entreprise : développement de la transparence ;</li> <li>- Clarifier les pratiques en matière de rémunérations.</li> </ul>
Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie	Juillet 2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Détailler dans le rapport annuel la rémunération (éléments fixes et variables) ;</li> <li>- Les indemnités de départ devront être approuvées en conseil d'administration.</li> </ul>
Loi pour le Travail, Emploi, Pouvoir d'Achat (TEPA)	Août 2007	L'attribution de parachutes dorés est liée à des conditions de performance fixées à l'arrivée du dirigeant dans l'entreprise.
Nouveau Code de Conduite	Octobre 2008	<p>Ce code impose la suppression :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- de versement de parachutes dorés en cas d'échec du dirigeant ;</li> <li>- de rabais accordés lors de l'attribution de stock-options ;</li> <li>- de mécanismes permettant la garantie d'un gain futur sur les stock-options.</li> </ul>
Loi des Revenus du travail	Décembre 2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Développement de l'intéressement et de la participation ;</li> <li>- Association des salariés à la participation ;</li> <li>- Développement des plans d'épargne salariale.</li> </ul>

Compte tenu du contexte mouvementé qui a conduit à l'émergence de notre problématique, il nous a semblé nécessaire de définir, dans un premier temps, la rémunération des hauts dirigeants et ses composantes (section 1). Dans un deuxième temps, nous nous devons d'exposer les perspectives historiques et contextuelles de celle-ci (section 2).

Dans le deuxième chapitre qui suit, nous précisons l'ancrage théorique et conceptuel permettant de comprendre et de définir les déterminants de la rémunération des dirigeants.

## **Chapitre 2. Fondements théoriques sur la rémunération des dirigeants, questions et design de la recherche**

Nous souhaitons présenter, dans ce deuxième chapitre, les différentes théories permettant de comprendre et de définir les déterminants de la rémunération des dirigeants. Cet ancrage théorique nous permettra de dégager un ensemble de propositions sur les déterminants de la rémunération des dirigeants d'entreprises cotées. Nous préciserons, à partir de celles-ci, notre projet d'investigation empirique de notre problématique en contexte français en détaillant nos objectifs de recherche et notre design d'investigation empirique.

### **Section 1. Théorie de l'agence et ses prolongements : quels enjeux pour la rémunération des dirigeants ?**

La problématique de la rémunération des dirigeants a été étudiée dans le cadre de la théorie financière (Charreaux, 1993) depuis une trentaine d'années. Les principaux développements sur ces questions ont reposé sur des théories économiques considérant les rapports de pouvoir entre dirigeants et apporteurs de capitaux. La théorie de l'agence développée par Ross (1973) puis par Jensen et Meckling (1976) a constitué le principal ancrage de l'étude de cette question. L'objectif de Jensen et Meckling (1976) résidait, notamment, dans la construction d'une théorie des organisations afin « d'expliquer clairement comment les règles du jeu organisationnel affectent la capacité du dirigeant à résoudre les problèmes, à accroître la productivité et à atteindre son objectif »<sup>27</sup> (Jensen et Meckling, 1998 p.8). Ils qualifient de « relation d'agence », la relation qui s'établit entre les actionnaires (principal) et les dirigeants (l'agent). L'objectif normatif sous-tendu était, alors, d'étudier comment les apporteurs de capitaux pouvaient contrôler au mieux un dirigeant auquel ils délègueraient un pouvoir de direction (du fait de la séparation de la propriété et de la gestion) pour que celui-ci utilise les ressources qu'ils apporteraient dans leur unique intérêt. L'hypothèse ontologique sous-tendue était celle d'une divergence d'intérêts entre un dirigeant maximisateur et opportuniste souhaitant spolier les apporteurs de capitaux pour son intérêt personnel et les objectifs de ces derniers souhaitant maximiser la rentabilité financière de leurs investissements (Boyer, 2005).

---

<sup>27</sup> Our objective is to develop a theory of organizations that provides a clear understanding of how organizational rules of the game affect a manager's ability to resolve problem, increase productivity, and achieve his or her objective ».

La théorie de l'agence a notamment abordé la relation entre apporteurs de capitaux et dirigeants selon une perspective contractuelle. Le contrat permettrait de fixer les obligations réciproques des deux parties, et donc de les faire respecter. Il fixerait les droits et devoirs de chacun. Cependant, face au constat avéré de l'incomplétude des contrats et à leur impossibilité de garantir un contrôle absolu des dirigeants, les apporteurs de capitaux, souvent organisés en sein d'instances spécifiques, ont poussé à la mise en place de mécanismes disciplinaires visant à contrôler les agissements des dirigeants. Malgré ceux-ci, les études récentes sur la gouvernance montrent que les dirigeants continueraient à faire état de comportements opportunistes et à agir dans leur propre intérêt, notamment pour maximiser leur utilité pécuniaire. Ils utiliseraient notamment leur pouvoir discrétionnaire, résultant de l'imperfection des mécanismes de contrôle actionnariaux, pour s'accorder des privilèges et notamment des montants de rémunérations conséquents. Des développements théoriques ont donc réfléchi sur l'influence déterminante du pouvoir managérial ou du comportement actif des dirigeants pour la fixation de leur rémunération. Cette sous-section présente les principales conclusions issues de ces travaux.

#### Positionnement de la recherche: théorie positive ou normative de l'agence ?

La théorie positive de l'agence (TPA) repose sur la théorie des droits de propriété (Alchian et Demsetz, 1972) et sur la notion de relation d'agence issue de l'approche « principal-agent » (Jensen et Meckling, 1976). Elle se caractérise à travers une théorie de la coordination et du contrôle dont la gestion porte sur l'architecture des organisations et dirigée vers les dirigeants (Charreaux, 2005). Selon Jensen et Meckling (1976), la TPA s'est étendue au-delà de la finance. Elle devient une branche des théories contractuelles des organisations (Jensen et Meckling, 1976). Elle décrit le rapport « principal-agent », souvent associée à l'étude de la relation actionnaire-dirigeant. Son objectif est d'étudier les mécanismes de contrôle des dirigeants visant à réduire leur espace discrétionnaire afin d'aligner les intérêts de ceux-ci avec ceux des apporteurs de capitaux (Boyer, 2005). La TPA étudie, aussi, les coûts d'agence engendrés par les mécanismes de contrôle. Selon Jensen et Meckling (1992, p. 262), ces coûts d'agence correspondent à la somme des coûts liés:

- à la conception ;
- à l'élaboration des systèmes d'incitations ;
- au contrôle et surveillance ;

- à la perte résiduelle<sup>28</sup> ;
- à la surévaluation<sup>29</sup> par les marchés (Jensen, 2004b).

L'attention portée à ces différents coûts a augmenté à la suite des successifs scandales financiers initiés par Enron (2001) et fût relancée dernièrement par la crise des subprimes (2007) qui participa au déclenchement du Krach de l'automne 2008. La TPA, basée sur une représentation étroite et égoïste des intérêts individuels (Brennan, 1994) et qui pose le postulat d'un dirigeant opportuniste et maximisateur, a donc pour objectif de décrire les mécanismes de contrôle des dirigeants, les coûts qu'ils engendrent et donc d'évaluer leur efficacité/efficience. *A contrario*, la théorie normative (Laffont et Tirole, 1993) réfléchit, elle, sur les meilleurs mécanismes permettant de réduire les coûts liés aux conflits entre les parties prenantes. Cette théorie permet d'étudier le partage optimal du risque entre les agents et les déterminants des contrats optimaux.

Pour conclure, à travers la TPA, on identifie et décrit les problèmes rencontrés dans l'organisation. C'est une théorie qui cherche à expliquer les observations qu'on peut faire. La vision positive de l'agence analyse les problèmes qui surviennent quand il y a délégation comme, par exemple : le choix d'un gestionnaire incompetent (Akerlof, 1970), le non respect des engagements prévus initialement par ce dernier, un système de contrôle défaillant (Jensen et Meckling, 1976) ou des conflits d'intérêts latents entre les actionnaires et les dirigeants (Jensen, 1998 et 2000). La théorie normative s'appuie, elle, sur ces résultats pour dégager des prescriptions, c'est-à-dire des solutions « optimales » aux problèmes rencontrés. Elle recherche les lignes de conduite à adopter et la manière de concevoir, de gérer les contrats incitatifs. Dans le cadre de notre étude, nous adoptons un raisonnement positiviste qui débouche alors sur des réflexions normatives. La TPA constitue le cadre théorique de notre recherche car elle s'intéresse aux questions liées à (1) l'allocation et au contrôle des décisions organisationnelles en tant que mode de résolution des conflits et (2) la gouvernance des entreprises (Charreaux, 2005). Ces deux éléments semblent fondamentaux à considérer pour comprendre les niveaux et la nature de la rémunération des dirigeants.

---

<sup>28</sup> La perte résiduelle fait référence « au manque à gagner lié à la résolution imparfaite des conflits » (Charreaux, 2005 :p.225)

<sup>29</sup> Depuis près d'une dizaine d'année, ce type de coûts d'agence a pris d'importantes proportions, conduisant à un déséquilibre du système organisationnel (surendettement, opérations de croissances externes injustifiées).



## 1.1/ Fondements théoriques de la théorie de l'agence : relations d'agence et mécanismes d'incitation des dirigeants

La théorie de l'agence s'est développée avec la séparation dans les entreprises de la propriété et du management et par l'éclatement des droits de propriété. Elle repose sur une vision de l'entreprise à la Berle and Means (1932) ayant étudié des entreprises avec un actionnariat dispersé, sans pouvoir au sein de l'entreprise et un dirigeant qui trône, en s'octroyant des rentes au détriment de ses actionnaires. Le plus haut dirigeant, à qui la gestion de l'entreprise est déléguée, y est perçu comme un être autocentré, averse au risque, ayant des objectifs divergents de ceux de ses actionnaires (Eisenhardt, 1989a). De ce fait, la théorie est basée sur le postulat d'un conflit actionnaire/dirigeant (et sur un jeu répété et interactif entre les deux parties) et sur la nécessité de rapprocher leurs intérêts par des mécanismes de contrôle fixés de manière contractuelle. L'objectif est de réfléchir à la meilleure gouvernance possible pour motiver les dirigeants à œuvrer dans l'intérêt de leurs actionnaires (Holmström, 1979) ainsi qu'à résoudre les problèmes liés aux conflits d'agence (Grossman et Hart, 1983; Jensen et Murphy, 1990a; Milgrom et Roberts, 1992). Dans ce contexte, l'établissement d'un contrat incitatif de rémunération est un levier déterminant à étudier.

La théorie de l'agence est donc un cadre théorique fondamental pour comprendre les décisions stratégiques et les pratiques en matière de gouvernance d'entreprise (Jensen, 1998 ; Westphal et Zajac, 1998, 2004). Ses fondements économiques fondent le façonnement des mécanismes de contrôle des dirigeants sur l'existence de « contrats » à honorer par les parties concernées. Les contrats servent à éviter d'éventuels conflits et risques, notamment « le risque résiduel » qui est assumé par l'actionnaire (Fama et Jensen, 1983a, p.302). Dès lors, des coûts de surveillance sont intégrés dans l'application des contrats qui visent à réduire la latitude discrétionnaire du dirigeant. Dès lors, les contrats<sup>30</sup> permettent aux dirigeants et actionnaires de faire l'économie de coûts de négociation ou de transaction. Cependant, le caractère incomplet des contrats ainsi que des problèmes d'asymétrie d'information entre les parties ont pour conséquence de laisser une marge de manœuvre au dirigeant (ou espace discrétionnaire) pour l'exercice de son opportunisme. Cela pourrait avoir pour conséquence une utilisation par le dirigeant de cet espace de liberté pour se garantir l'octroi d'une rémunération plus conséquente sans satisfaire, pour autant, les intérêts de ses mandants. Nous étudions, ci-après,

---

<sup>30</sup> Les contrats sont établis à partir de mécanismes incitatifs (notamment, les stock-options) qui rémunèrent les efforts fournis par les dirigeants.

les principaux dysfonctionnements des contrats et leurs mécanismes permettant à l'opportunisme des dirigeants de s'exprimer.

### **1.1.1/ Hypothèse d'un comportement opportuniste du dirigeant par la théorie de l'agence**

Comme nous l'avons précédemment expliqué, la théorie de l'agence présentée par Jensen et Meckling (1976) a pour objectif d'imposer au dirigeant la maximisation de la richesse de l'actionnaire et défend la nécessité de contrôler le dirigeant afin de prévenir d'éventuels comportements opportunistes de son fait (Williamson, 1985). Selon Alchian et Demsetz (1972), l'organisation peut alors être assimilée à un nœud de contrats permettant la réalisation d'équilibres entre les objectifs conflictuels présents dans la relation principal (actionnaire)/agent (dirigeant).

Selon Jensen et Meckling (1976), Fama (1980) puis Jensen et Murphy (1990a), la relation d'agence prédit que la séparation de la propriété et du management accroît un éventuel opportunisme de la part des dirigeants qui s'approprient de manière discrétionnaire les revenus de l'organisation, et ce, au détriment des actionnaires. On assiste à une relation interactive dans l'entreprise, où les acteurs maximisent leur utilité personnelle. Selon l'approche des « contrats optimaux » (Core et al., 2001 ; Murphy, 1999), il faudra que les apporteurs de capitaux mettent en place les mécanismes disciplinaires les plus efficaces, dont le design de rémunération le plus adapté, afin de fournir aux dirigeants une motivation suffisante, permettant la maximisation de la valeur des actionnaires. L'ensemble de ces mécanismes disciplinaires devra être prévu de manière contractuelle.

Cependant, le caractère incomplet des contrats ainsi que la présence d'asymétrie d'information entre les protagonistes renforce la possibilité d'opportunisme laissée au dirigeant. En effet, selon Charreaux (1987, p.24-25), « l'existence d'un problème d'agence est donc associée à l'incertitude, à l'imparfaite observabilité des efforts de l'agent et aux coûts de l'établissement et d'exécution des contrats.... D'autre part, ce problème d'incertitude s'accompagne le plus souvent d'un problème d'observabilité et d'asymétrie informationnelle ». L'ensemble de ces conflits d'agence repose sur une problématique d'asymétrie d'information entre les parties comme nous l'expliquons ci-après.

### **1.1.2/ Conflit d'agence pré ou post-contractuel : l'effet de l'asymétrie d'information**

L'existence d'un conflit d'intérêts latents entre les parties prenantes de l'entreprise est classique dans les théories contractuelles des organisations et permet d'expliquer l'apparition de coûts d'agence. Dans certaines théories, comme celle des coûts de transactions, le conflit d'intérêts repose sur une image du comportement humain comme potentiellement opportuniste et maximisateur. De ce fait, le problème d'asymétrie d'information se matérialise, dans cette perspective, de la manière suivante.

Ce problème vient contredire la thèse des marchés efficients et parfaits de Miller et Modigliani (1961) selon laquelle l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise bénéficie de la même information, au même moment. En finance, le concept d'asymétrie d'information est très important pour une compréhension fine des marchés financiers. Par exemple, l'analyse de la microstructure des marchés repose, en partie, sur le concept d'asymétrie d'information, susceptible d'entraver la mobilité internationale des capitaux (Bauer, 2004). Il est aisé de comprendre les problèmes qu'engendrent les conflits entre dirigeants et actionnaires, notamment en termes d'asymétrie informationnelle. En effet, de par leur présence quotidienne dans l'entreprise, les dirigeants disposent d'informations privilégiées inaccessibles aux tiers. Pour diverses raisons, les dirigeants peuvent donc être en mesure de dissimuler des informations de tout ordre (financière, juridique ou même technique) ou même de différer leur publication.

Stiglitz et Edlin (1992) présentent la manipulation des dirigeants, par l'usage de l'asymétrie informationnelle, de leurs actionnaires ainsi que des équipes dirigeantes concurrentes, sachant que l'information est une ressource essentielle et nécessaire au bon fonctionnement de l'entreprise. Selon Pfeffer (1981, 1982) et Pfeffer et Salancik (1978) sa rétention constitue une source importante de pouvoir pour les dirigeants (pour ne pas être remplacés, notamment). Toutes ces pratiques présentent des carences en matière d'éthique organisationnelle et de qualité des mécanismes de gouvernance. La résolution de ces conflits génère des coûts d'agence non négligeables pour l'entreprise. Ces difficultés conduisent à deux types d'opportunisme potentiel des dirigeants : un opportunisme précontractuel lié à une problématique de sélection contraire (ou anti-sélection) (Akerlof, 1970) et un opportunisme post-contractuel, lié à une problématique d'aléa moral (Hölmstrom, 1979).

Les phénomènes de sélection contraire<sup>31</sup> (Akerlof, 1970) apparaissent à chaque fois qu'un acteur possède une information que l'autre n'a pas à la signature du contrat. Ainsi, le comportement opportuniste précontractuel est la résultante de l'information imparfaite. Dans la relation principal-agent, la sélection contraire se manifeste par une impossibilité, pour l'actionnaire, de connaître la capacité de travail maximale que le dirigeant peut mettre au service de l'entreprise. Cela conduit parfois l'actionnaire à recruter un dirigeant peu compétent. Le marché des dirigeants peut constituer un signal intéressant en cas d'information imparfaite sur la valeur des dirigeants. Afin de pallier les problèmes d'asymétrie informationnelle, qui induisent un non respect des engagements, appelé aléa moral, les personnes concernées doivent alors constituer un contrat stratégique (Ross, 1973). Lors de l'élaboration des contrats, les actionnaires n'arrivent pas à prévoir l'ensemble des événements pouvant survenir pendant la durée du contrat du dirigeant (conflit d'agence post-contractuel). Des clauses générales sont rédigées afin de réduire au mieux les coûts qu'engendrerait une description détaillée.

## 1.2/ Limites de la théorie de l'agence et des contrats

Au regard des formes potentielles d'opportunisme mentionnées ci-avant, il apparaît que la théorie de l'agence soit un cadre de départ intéressant pour expliquer des phénomènes organisationnels même si son pouvoir explicatif reste limité du fait de la possible remise en cause de ses postulats de base. Rappelons que cette théorie considère le dirigeant comme un acteur opportuniste et maximisateur à contrôler par les apporteurs de capitaux (1), considère que les mécanismes de contrôle mis en œuvre sont efficaces (2) et que le dirigeant reste passif face aux mécanismes de gouvernance de l'entreprise (3). Ces hypothèses ont cependant été partiellement infirmées par les différentes études empiriques menées sur le sujet ainsi que par les nombreux dysfonctionnements et scandales constatés dans la pratique.

Concernant, tout d'abord, la nature opportuniste du dirigeant. L'opportunisme suppose, rappelons-le, une action intentionnelle de la part d'un acteur ou de l'agent, de léser les principaux dont il a reçu une délégation pour maximiser son utilité personnelle (Von Neumann et Morgenstern, 1953). De nombreuses études, notamment en finance comportementale, ont cependant montré qu'un dirigeant pouvait exercer des actions néfastes aux intérêts de ses apporteurs de capitaux sans conscience totale des conséquences des actes

---

<sup>31</sup> Selon Akerlof (1970), la théorie de la sélection contraire (dite anti-sélection) sous-tend que les voitures de mauvaises qualités ont chassé celles de bonnes qualités.

et sans volonté de nuire (Wirtz, 2002). Le dirigeant, du fait de ses propres limites cognitives et notamment de ses propres caractéristiques pourrait, parfois, ne pas prendre les choix optimaux pour la maximisation de la valeur actionnariale sans intention de nuire ou de spolier ses mandataires. Les caractéristiques individuelles des acteurs sont donc importantes à considérer pour comprendre leurs schémas cognitifs susceptibles, parfois, d'impacter la nature de leurs décisions. Ces caractéristiques sont importantes à considérer dans la fixation de mécanismes incitatifs, dont la rémunération, car elles peuvent impacter l'efficacité et les conséquences de l'instauration de ceux-ci.

Par ailleurs, au-delà de la remise en cause potentielle de la nature opportuniste et maximisatrice des dirigeants, la théorie de l'agence a été affaiblie par la démonstration du caractère incomplet (Simon, 1955) des contrats visant à les contrôler. Nous avons notamment détaillé précédemment les différents biais de sélection contraire et d'aléa moral susceptibles de survenir. Rappelons que les contrats sont qualifiés d'incomplets (Grossman et Hart, 1986, 1995) pour plusieurs raisons, notamment :

- les limites de la rationalité laissent apparaître des comportements opportunistes, par maximisation de l'intérêt personnel du dirigeant au dépend de l'actionnaire ;
- les coûts d'établissement des contrats et ;
- l'impossibilité d'envisager toutes les éventualités, notamment dans la renégociation des contrats.

Ainsi, des comportements opportunistes des dirigeants sont susceptibles d'apparaître du fait de l'utilisation par ceux-ci de l'espace discrétionnaire créé par le caractère incomplet des contrats. Les dirigeants peuvent, cependant, également adopter un comportement actif dans le façonnement de leur espace discrétionnaire pour s'accorder encore davantage de libertés. Cet opportunisme sera proportionnel au pouvoir, défini en partie par l'information privilégiée, que détient le dirigeant dans son entreprise.

Ces différentes limites de la théorie de l'agence ont donné lieu à des prolongements théoriques intéressants pour étudier la question des déterminants de la rémunération des dirigeants. Selon Eisenhardt (1989a, p.71) l'utilisation de « la théorie de l'agence avec des théories complémentaires » permettrait une meilleure visibilité et interprétation des comportements face aux mécanismes de gouvernance et leurs impacts sur la rémunération des dirigeants.

### 1.3/ Des limites de la théorie de l'agence vers ses prolongements théoriques : quels enjeux pour la rémunération des dirigeants ?

Les scandales financiers successifs des années 2000 ont mis en lumière les montants de rémunération octroyés aux dirigeants. L'étude de Murphy (1998) indique que la rémunération moyenne des dirigeants de grandes entreprises américaines a quadruplé entre 1970 et 1996, avec des entreprises qui affichent des niveaux de profits en chute qui engendrent un licenciement accru des salariés de ces entreprises. Malgré l'existence de mécanismes de contrôle, il semblerait que ceux-ci soient imparfaits et que les dirigeants continuent à disposer d'une certaine marge de manœuvre ou d'un certain pouvoir permettant d'élever ou de maintenir le montant de leurs rémunérations. Les théories du tournoi, de l'enracinement et du pouvoir managérial apportent des éclairages intéressants sur ces quelques points.

#### **1.3.1/ Théorie du tournoi et les mécanismes d'incitation financière des dirigeants**

La théorie du tournoi renvoie à l'importance de considérer la fixation de la rémunération d'un dirigeant comme non indépendante de la fixation du montant de celles des autres acteurs décisionnels dans l'entreprise. Selon Lazear et Rosen (1981), pionniers dans l'étude des systèmes d'incitations financières, l'idée sous-jacente est de créer un climat de concurrence entre dirigeants au sein d'une même entreprise, et ce, par de fortes disparités salariales (par niveaux hiérarchiques). Dès lors, ces différences de rémunération incitent les dirigeants à performer au mieux, afin de faire progresser leur carrière et, par voie de conséquence, la performance de l'entreprise (O'Reilly et al., 1988). Ainsi, la recherche de création de valeur induirait une convergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Toutefois, ces systèmes d'incitations de la théorie du tournoi tendraient vers le maintien en poste des dirigeants notamment par le système de mise en compétition sur le long terme que ces mécanismes incitatifs supposent.

#### **1.3.2/ Théorie de l'enracinement : vision complémentaire des théories de l'agence**

L'enracinement d'un dirigeant est défini comme des manœuvres de la part de celui-ci pour maintenir sa position dans l'entreprise, notamment en augmentant le coût de son remplacement par les apporteurs de capitaux. Il permet à un dirigeant d'augmenter sa latitude managériale en utilisant différents moyens pour y parvenir (manipulation de l'information, décisions d'investissement, contrôle des ressources...). Les conséquences de l'enracinement du dirigeant ont été envisagées de manière positive et négative par la littérature financière

(Schleifer et Vishny, 1989). Nous discuterons des implications de ces différentes perspectives sur la rémunération des dirigeants.

#### *1.3.2.1/ Enracinement, rémunération et performance : une vision négative*

Selon cette vision, les dirigeants s'enrichissent, par l'enracinement, au détriment des actionnaires et s'approprient des rentes au détriment de l'efficacité organisationnelle. Le comportement du dirigeant est, ici, jugé opportuniste. Le dirigeant tenterait de se protéger en liant son destin à celui de l'entreprise et cela quelle que soit la valeur ajoutée pour la performance de sa présence au sein de celle-ci. Selon Schleifer et Vishny (1989), le dirigeant peut jouer de ruses dans l'idée de créer une dépendance de l'entreprise à son égard. Et ce, dans la réalisation d'investissements dans des actifs spécifiques qu'il maîtrise parfaitement, en l'occurrence, son capital humain. Dès lors, dans l'hypothèse d'une révocation du dirigeant, l'actionnaire devra évaluer, au préalable, la perte de valeur que devra supporter l'entreprise. En outre, l'enracinement, par opportunisme, des dirigeants devient possible dans les entreprises dont l'activité est complexe et créatrice d'asymétrie d'information envers les parties prenantes de l'entreprise, qui ne disposent pas d'informations précises sur la performance de l'entreprise (Stiglitz et Edlin, 1992). Dès lors, cette vision de l'enracinement empêche l'efficacité des mécanismes de contrôle des dirigeants et dévoile des comportements discrétionnaires destinés à augmenter le coût de son remplacement, pour ses actionnaires (Charreaux, 1999). La théorie de l'enracinement, défend en partie l'idée d'une nécessité de surveiller les dirigeants, par des mécanismes internes et externes, d'autant plus quand ces derniers sont présents, dans l'entreprise, depuis plusieurs années.

Ici, l'enracinement du dirigeant pourrait permettre à celui-ci de s'octroyer des avantages individuels, comme une rémunération plus conséquente, sans que celle-ci soit nécessairement justifiée par une augmentation proportionnelle de la performance de l'entreprise. Dans une perspective normative, l'enracinement des dirigeants serait, ici, à combattre.

#### *1.3.2.2/ Enracinement, rémunération et performance : une vision positive*

D'autres études ont cependant fait le postulat d'une possible compatibilité entre enracinement des dirigeants et efficacité organisationnelle (Castenias et Helfat, 1992 ; Garvey et Swann, 1994). Demsetz (1998, p.58) considère que « l'enracinement permet de mieux sauvegarder les intérêts du dirigeant, incite ce dernier à augmenter son capital humain spécifique à la firme et peut contribuer à créer des opportunités d'investissements profitables

aux actionnaires ». En outre, l'idée est défendue qu'une surveillance trop rapprochée des dirigeants aurait un impact négatif sur le développement des compétences, la créativité et l'audace du dirigeant à entrevoir des perspectives nouvelles, d'évolution et d'innovation pour l'entreprise. Selon la vision positive de l'enracinement, un dirigeant anciennement recruté présenterait des connaissances et un savoir-faire cumulé, créateurs de valeur pour l'actionnaire de l'entreprise. L'enracinement lui permettrait, notamment, de se préoccuper de la performance de l'entreprise sans craindre la concurrence pour le poste. Ainsi, l'accumulation d'expériences permettrait au dirigeant de se concentrer sur la productivité nécessaire au bon fonctionnement de l'entreprise, sans se préoccuper d'être délogé par un autre. Ce scénario est d'autant plus perceptible dans des périodes de crises financières (Zhara, 2007). D'autre part, le poids des années dans une même entreprise conduirait le dirigeant à accumuler des expériences spécifiques à son entreprise, à développer un savoir-faire et un relationnel offrant ainsi de meilleures perspectives de performance pour l'actionnaire.

Dans cette perspective, une rémunération conséquente des dirigeants pourrait ne pas être considérée comme néfaste pour la performance de l'entreprise si celle-ci permet de préserver le capital managérial spécifique et d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, afin que des investissements rentables puissent être entrepris. Cette approche met en avant les capacités des dirigeants à créer des rentes par leurs décisions stratégiques et opérationnelles.

### **1.3.3/ Théorie du pouvoir managérial : le dirigeant acteur de sa rémunération**

La théorie du pouvoir managérial s'appuie sur le caractère imparfait des mécanismes de contrôle des dirigeants. Ses partisans (Bebchuk et Fried, 2002) présentent les dirigeants actifs dans la stratégie, le fonctionnement de l'entreprise et surtout dans la détermination de leur rémunération. Selon Bebhuk et Fried (2003), l'approche du pouvoir managérial ne présente pas la rémunération du dirigeant en tant qu'instrument potentiel d'expression des problèmes d'agence mais seulement « une part » des problèmes d'agence. Les contrats optimaux ne peuvent expliquer les pratiques de rémunération, car les dirigeants détiennent une influence substantielle sur leur propre rémunération. Ainsi, selon l'approche du pouvoir managérial, les dirigeants sont limités par les accords avec les administrateurs et le marché. Mais cela n'empêche pas les dirigeants d'obtenir des arrangements bien plus intéressants qui agissent pourtant de manière négative sur la performance potentielle de l'entreprise.



Cela se produit, notamment, quand les dirigeants disposent d'un pouvoir personnel substantiel lié à leurs propres caractéristiques ou lorsque les mécanismes de contrôle de ceux-ci jouent de manière imparfaite. Dans certains cas, notamment, le conseil chargé du contrôle du dirigeant peut ne pas être en mesure de remplir pleinement son rôle. De manière générale, les dirigeants auront plus de pouvoir si le conseil est faible, si le conseil présente peu d'administrateurs indépendants ou encore si les dirigeants sont protégés par des systèmes anti-OPA. De plus, lorsque les actionnaires sont minoritaires, ils ne détiennent pas les ressources suffisantes pour proposer une alternative dans les nominations lors des réunions (Bebchuk, 2004). Ainsi, le contrôle des dirigeants par des auditeurs, analystes financiers et actionnaires, est exercé ex-post et généralement quand la situation financière devient difficile. Le contrôle des dirigeants reste complexe (Boyer, 2005) et leur redonne du pouvoir pour s'octroyer des avantages en rémunération de manière opportuniste. En conséquence, Bebchuk et al. (2002) ainsi que Bebchuk et Fried (2003) montrent que la rémunération du P-DG peut être plus ou moins sensible à la performance des entreprises quand les P-DG ont relativement plus de pouvoir que le conseil d'administration (CA) ou de surveillance (CS).

Le comportement actif des dirigeants, par l'utilisation de leur pouvoir, pour obtenir des rémunérations plus substantielles peut prendre différentes formes. Ceux-ci peuvent, d'abord, faire jouer leur réseau (Granovetter, 1985). La formation du dirigeant peut être un atout, dans ce cadre, pour faire jouer leur « héritage relationnel » (Froehlicher, 1998) et se prémunir d'une potentielle éviction. On parle également d'un possible pouvoir de cooptation. Par ailleurs, la théorie de l'agence propose que le système de rémunération octroyé aux dirigeants soit fonction de la part dite variable de leurs rémunérations (les plans d'achat d'actions, les actions gratuites...) afin d'éviter des comportements opportunistes à l'encontre des actionnaires. Néanmoins, les réfractaires de la théorie de l'agence, considèrent cette approche simpliste, car celle-ci considère que la direction des entreprises respecte dans son intégralité les préceptes imposés par la gouvernance d'entreprise, notamment celui de la transparence des dirigeants envers les actionnaires de l'entreprise. Dans certaines organisations, l'équipe dirigeante est très influente sur le conseil d'administration, elle détient donc le pouvoir d'effectuer des pressions<sup>32</sup> sur les membres du CA. Ainsi, ces pratiques sont donc susceptibles de modifier des annonces de résultats, en remettant au marché de fausses

---

<sup>32</sup> A titre d'exemple, l'usage de pression morale sur les administrateurs, dans le but d'augmenter la valeur initiale des plans d'actions sur options.

informations, et ce, dans l'unique intérêt des dirigeants (Trépo et Roussel, 1999), par exemple pour maximiser leur rémunération.

L'approche du pouvoir managérial se constitue de deux pans : l'outrage et le camouflage. Le camouflage (lié à de mauvaises performances) par les dirigeants, consiste à légitimer leur rémunération, au regard des administrateurs indépendants. La détermination des plans de rémunération du P-DG étant fonction de la perception des administrateurs indépendants. Bebchuck et Fried (2004) proposent de garder les dirigeants éloignés des décisions du comité des rémunérations et d'octroyer un vote spécifique aux actionnaires sur la rémunération à l'assemblée générale. Cela offre davantage d'indépendance aux administrateurs indépendants par rapport aux dirigeants. En contre partie, ces administrateurs deviennent moins indépendants par rapport aux actionnaires de l'entreprise. Bebchuk et Fried (2004) dénoncent le package de rémunération permettant le camouflage des rémunérations du dirigeant, dans le but de minimiser l'outrage subit par les actionnaires (Boyer, 2005).

Ces différents développements sur la théorie de l'agence ainsi que leurs prolongements seront mobilisés de manière concomitante dans notre recherche. Ces éclairages conceptuels sous-tendent des déterminants variés de la rémunération des dirigeants. Il convient de s'intéresser en détail à ceux-ci dans la prochaine section.

## **Section 2 : Les déterminants de la rémunération des dirigeants**

Nous présentons, dans cette seconde section, les principaux déterminants de la rémunération des dirigeants sous-tendus par notre cadre conceptuel. Nous évoquerons, tout d'abord, l'influence de la performance de l'entreprise puis des mécanismes de gouvernance internes à celle-ci, avant de discuter de l'influence des caractéristiques des dirigeants ainsi que des caractéristiques de l'entreprise elle-même et de son environnement.

### **2.1/ Performance de l'entreprise**

La performance de l'entreprise a été présentée comme l'un des déterminants majeurs de la rémunération des dirigeants. L'étude du lien statistique entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise n'est pas récente, depuis de nombreuses années les études se suivent (Albouy, 2004 ; Hall et Liebman, 1998 ; Jensen et Murphy, 1988; Pigé, 1994 ; Poulain-Rehm, 2000). La France présente peu de travaux en la matière car les rapports

annuels et documents de référence ont commencé à dévoiler des informations détaillées sur les rémunérations, à partir de la mise en place d'institutions légales. Les organisations patronales françaises (Afed-Medef) ont alors publié, successivement, des recommandations à travers la mise en place de rapports (1995 ; 1999 ; 2002), lois (2001 ; 2003) et codes de bonne conduite (2008, modifié en 2010) en forçant le dévoilement du montant et des modes de rémunération des cinq premiers dirigeants des entreprises. Les études américaines (Jensen et Murphy, 1990a et b) présentent une relation statistique significative avec un faible lien entre la performance de l'entreprise et la rémunération des dirigeants. Ils considèrent que dans l'hypothèse d'une relation : pour une variation de la richesse des actionnaires de 1000 dollars, celles des dirigeants ne seraient que de 3,25 dollars. De même, de faibles performances réalisées par un dirigeant engageraient de faibles risques de licenciement pour ce dernier (Jensen et Murphy, 1990a). Récemment, Jensen et al. (2004) exposent l'évolution des pratiques de rémunérations des dirigeants depuis les années 80. L'explosion des rémunérations a été associée à de multiples scandales financiers, notamment Enron en 2001. Jensen et al. (2004) constatent que la rémunération moyenne des dirigeants (après correction de l'inflation) est passée de 85 000 dollars en 1970 à 14 millions de dollars en 2000, avant de baisser à 9,4 millions de dollars en 2002. Par ailleurs, les structures de rémunérations ont fortement été modifiées, la part du salaire fixe passant de 38% à 17%, les bonus de 22% à 17%, en revanche celle des stock-options évolue de 24% à 49%. Enfin, la proportion de dirigeants recrutés en externe, mieux rémunérés qu'un dirigeant issu d'une promotion en interne, est passée de 15% à 25% (de 1970 à 1990).

Ces évolutions des rémunérations des dirigeants invitent à questionner leurs liens avec la performance des entreprises. En effet, une progression importante des bonus et stock-options témoigne d'une logique de financiarisation visant à majoritairement indexer la rémunération des dirigeants sur la performance boursière des entreprises. A ce sujet, l'efficacité des formes organisationnelles a été définie par les théories de l'agence et des coûts de transaction. Le concept d'efficacité est le socle de la finance moderne, puisqu'il constitue le fondement des modèles d'intervention et de négociation sur les marchés financiers. La théorie de l'efficacité se caractérise par ses prévisions concernant « l'agrégation et la révélation » de l'information contenue dans les cours (Bellalah, 2004). Selon la théorie de l'efficacité des marchés, la performance boursière est la meilleure représentation possible de la qualité future du cours boursier, elle reflète la performance de long terme (Morse et al., 2009). Ces fondements justifient une indexation possible des

rémunérations des dirigeants sur la performance financière de l'entreprise afin que celles-ci puissent agir comme mécanisme incitatif et potentiellement réducteur de l'opportunisme des dirigeants. Toutefois, la volatilité des cours boursiers a rendu cette ambition délicate et susceptible de causer différents travers dans la fixation de la rémunération des dirigeants (notamment des hausses ou baisses trop importantes par rapport à la réalité de la valeur créée). Si la prise en compte de la performance boursière est importante pour la fixation de la rémunération des dirigeants car elle reflète la richesse de l'actionnaire, elle reste cependant questionnable quant à ces vertus pour la performance de long terme de l'entreprise. A côté de la performance boursière, la performance comptable de l'entreprise est ainsi également susceptible d'impacter le montant de rémunération des dirigeants puisque celle-ci reflète de manière forte les contributions de l'équipe dirigeante (Rosen, 1992).

L'influence de la performance sur la rémunération des dirigeants a, toutefois, été remise en cause dans certaines entreprises. En effet, l'association de la rémunération des dirigeants à la performance devient délicate quand les bénéfices de l'entreprise sont réquisitionnés, par le dirigeant, pour son compte privé (Bertrand et Mullainathan, 2001). La théorie de l'agence ne considère pas l'éventualité d'une prise de bénéfices « privés » par le dirigeant. C'est la raison pour laquelle, depuis une dizaine d'années, les conflits actionnaires/dirigeants se font de plus en plus présents. Il est notamment difficile d'évaluer quelle part de bénéfices est perçue par le dirigeant au détriment des actionnaires et quelles sont les conséquences réelles pour la performance de long terme de ce phénomène. Notamment, la présence de bénéfices privés constituerait une source de rémunération dite « indirecte » indispensable à la motivation du dirigeant (Manne, 1965). De plus, Bertrand et Mullainathan (2001) étudient la part de rémunération relative au facteur « chance ». Dès lors, est pris en compte dans leur régression, le fait que la performance de l'entreprise n'est pas la résultante exclusive des actions des dirigeants. Bertrand et Mullainathan (2001) intègrent d'ailleurs, dans leur modèle, la mesure du facteur chance, notamment pour une entreprise qui appartient au secteur pétrolier. L'entreprise est alors sujette à de fortes variations de ses profits, du fait du secteur auquel elle appartient. Ces profits sont indépendants de l'action stratégique du dirigeant en poste dans l'entreprise. Ensuite, Bertrand et Mullainathan (2001) incluent dans leur modèle des facteurs chance que l'on retrouve sur un panel d'entreprises plus larges. Par exemple, le montant des taux de change qui influe sur les importations, donc sur la concurrence à l'internationale. Ces mouvements sont alors à l'origine d'une forte augmentation de la rentabilité de l'entreprise. Nous pouvons également noter la performance

moyenne du secteur d'activité qui est en grande partie indépendante des actions des dirigeants des entreprises. Bertrand et Mullainathan (2001) concluent sur l'idée que les entreprises, dont la gouvernance d'entreprise est efficiente, sont moins rémunérées pour leur facteur chance.

L'influence réelle de la performance sur la rémunération des dirigeants se doit ainsi d'être davantage investiguée dans différents contextes institutionnels pour dresser un bilan de l'efficacité des mécanismes incitatifs. Par ailleurs, cette étude ne pourrait être menée sans interroger l'influence concomitante des mécanismes disciplinaires. Selon Jensen et Murphy (1990 a et b) ; Rosen (1992) ou encore Bebchuk et Fried (2006), il n'existe pas ou peu de lien entre la performance de l'entreprise et la part incitative de la rémunération des dirigeants. Jensen et al. (2004) préconisent, à ce titre, des changements dans la structure des rémunérations des dirigeants et dans les mécanismes de gouvernance des entreprises dans le futur.

## 2.2/ Influence des mécanismes de gouvernance : la prégnance des mécanismes disciplinaires internes

Selon Charreaux (1997d, p.421), la gouvernance d'entreprise (ou gouvernement d'entreprise<sup>33</sup>) « recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de limiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Cette définition, assez large de la gouvernance d'entreprise, présente l'avantage d'attribuer au dirigeant le rôle d'acteur central (mais non unique) dans le processus de création de valeur en arbitrant entre les intérêts souvent contradictoires des différentes parties prenantes. L'objectif de la gouvernance des entreprises est, alors, d'allouer l'espace discrétionnaire le plus adéquat aux dirigeants et aux actionnaires ainsi qu'aux autres parties prenantes pour maximiser la performance de l'entreprise.

La notion de gouvernance a été abordée, aux Etats-Unis, dans les années 70, mais n'a pris son essor qu'à la suite du rapport Cadbury (1992) et du fait de la présence croissante d'investisseurs institutionnels dans les entreprises. Ces derniers ont, en effet, défendu

---

<sup>33</sup> Dans les pays anglo-saxons, la « corporate governance » est l'appellation unique de notre « gouvernement ou gouvernance d'entreprise ». Dans le cadre de notre thèse, nous choisirons le terme de gouvernance d'entreprise (Ebondo Wa Mandzila, 2006 ; Perez, 2003 ; Thiveaux, 1994).

l'importance de délimiter l'espace discrétionnaire du dirigeant par la définition d'ensemble de règles à respecter pour l'ensemble des entreprises. De nombreuses réformes ont été édifiées afin d'encadrer de plus près les comportements des dirigeants (Wirtz, 2005) et cela s'est traduit par la mise en place de codes de gouvernance (Hermalin, 2005 ; Holmström et Kaplan, 2001). Selon Weil et al., 2002<sup>34</sup>, six codes (sur dix) de gouvernance ont été édités au Royaume-Uni. De toute évidence, l'accélération de la mise en pratique, au sein des entreprises, de « principes » de gouvernance ne fait que répondre à une demande. Par exemple, selon Mc Kinsey (2000, p.74), « les investisseurs institutionnels prétendent être disposés à payer plus cher les actions d'entreprises bien gouvernées ». D'ailleurs, Shleifer et Vishny (1997) insistent, dans leur définition de la gouvernance, sur l'importance de protéger les investisseurs face aux décisions et investissements peu rentables, que peuvent prendre les dirigeants, pour le compte de l'entreprise. A l'aube du vingt et unième siècle, les pratiques comptables douteuses des dirigeants ont eu des répercussions sur la performance de l'entreprise (Charreaux, 1997b). Ainsi, la théorie de la gouvernance des entreprises (Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983a, b) est devenue centrale dans l'univers de la gestion et permet « d'expliquer la performance organisationnelle en fonction des systèmes qui encadrent et contraignent les décisions des dirigeants » (Charreaux, 1998, p.33).

La nature des relations d'agence conduit, sur ce sujet, à deux conceptions différentes de la gouvernance d'entreprise. Dès lors, on retrouve, d'une part, les enseignements du modèle *shareholder* où l'activité de l'organisation doit rechercher la maximisation du bien-être des actionnaires et des investisseurs financiers (Jensen, 2001), notamment en tentant de maximiser le cours boursier des titres détenus par les entreprises. Dès lors, le fonctionnement organisationnel de l'entreprise (au niveau réglementaire, rémunération des dirigeants et autres) est régi en fonction de l'atteinte de cet objectif. D'autre part, le modèle *stakeholder* considère que l'ensemble des parties prenantes doit être intégré aux modes de contrôle de l'activité de l'organisation et doit coopérer pour créer de la richesse en termes de ressources humaines et financières. Cette vision partenariale aurait selon Charreaux et Desbrières (1998) un pouvoir explicatif plus important de la manière dont serait créée la valeur au sein des entreprises. Toutefois, la faiblesse de la conceptualisation y étant relative rend les développements de la théorie de l'agence plus robustes sur ces questions (Metcalf, 1998 ; Rowley, 1998). Concernant notre sujet, nous pouvons notamment penser, qu'en adoptant un point de vue interne à l'organisation, l'influence des parties prenantes peut être capturée

---

<sup>34</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm)

comme antécédent des mécanismes de contrôle actionnariaux en vigueur voire même comme antécédent du pouvoir détenu par un dirigeant donné. Dans ce contexte, il nous semblait préférable d'adopter une vision actionnariale de la gouvernance des entreprises.

Par ailleurs, au-delà de la distinction d'une vision de la gouvernance actionnariale versus partenariale, la question du contrôle des dirigeants ne semble pouvoir s'affranchir d'un questionnement sur l'ancrage institutionnel de ces mécanismes. Ainsi, deux principaux systèmes de gouvernance ont été identifiés au sein de la littérature. D'un côté, le modèle anglo-saxon (ou « outsider », ou « market-based ») pose la problématique du contrôle des dirigeants au sein d'entreprises ayant un capital très dispersé, recourant largement aux capitaux publics et présentant, donc, des droits de votes éparpillés entre de nombreux actionnaires rendant leur possibilités de contrôle plus délicates et imposant un respect égalitaire de l'influence des différents actionnaires. De manière générale, le système de gouvernance anglo-saxon présente la particularité d'être orienté vers les marchés financiers, avec pour objectif une optimisation de la performance financière à court terme. En revanche, le système germano-nippon (ou « insider ») pose lui le contrôle des dirigeants, exclusivement en interne, par des actionnaires majoritaires, posant la question de leur pouvoir et de la protection des droits des actionnaires minoritaires. Ce système de gouvernance favorise l'émergence d'un système bancaire stable qui privilégie le long terme.

Chacun de ces systèmes présentent des biais différenciés ayant une importance pour la création de valeur au sein de l'entreprise. Dans le système anglo-saxon, la dispersion du capital renforce les possibilités d'enracinement des dirigeants ce qui a conduit à la production de mécanismes de gouvernance orientés vers la finalité de réduction de leur espace discrétionnaire. Dans un système germano-nippon, l'équilibre des intérêts entre actionnaires ainsi que le rôle des dirigeants pose des problèmes différenciés. Chacun de ces systèmes ne permet donc pas une efficacité absolue même si certaines recommandations de gouvernance sont directement issues de l'un ou de l'autre sans questionner leur transférabilité dans d'autres systèmes. Cela est d'autant plus regrettable que selon Khanna et al. (2006), il y aurait, de nos jours, une évolution vers un système de gouvernance hybride (Albert, 1991 ; Mertens-Santamaria, 1997).

Notre deuxième section présente, donc, un état des lieux des principes de gouvernance aujourd'hui prônés et de leur efficacité potentielle sur l'optimisation de la rémunération des

dirigeants envisagée comme mécanisme incitatif potentiellement réducteur de conflits d'agence. Ayant déjà évoqué les spécificités institutionnelles et culturelles relatives à la fixation de la rémunération des dirigeants en France, nous nous focaliserons, ici, essentiellement sur les mécanismes internes de contrôle des dirigeants et notamment sur les mécanismes disciplinaires.

### **2.2.1/ Caractéristiques des systèmes de gouvernance interne en France**

Les fondateurs de sociétés anonymes ont le choix entre deux formules (conseil d'administration vs conseil de surveillance / directoire), lesquelles susceptibles de variantes (Cozian et al., 2009). L'objectif principal de ces deux organes est de veiller à ce que le dirigeant ne s'écarte des objectifs prévus initialement par les apporteurs de capitaux notamment (maximisation de la performance financière). Dès lors, dans un premier temps, les deux conseils ont pour mission de :

- fixer la rémunération des dirigeants, en favorisant la partie contingente de la rémunération au détriment de la partie fixe (Westphal et Zajac, 1994) ;
- surveiller les dirigeants afin de limiter des comportements discrétionnaires au dépend des actionnaires (Charreaux et Desbrières, 1998) ;
- (et/ou) révoquer l'équipe managériale (Maati, 1999).

Les fondateurs de sociétés anonymes ont le choix entre deux options (Cozian et al, 2009) :

- la direction « à la française » avec conseil d'administration. Cette structure de la société dite classique cumule les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. La direction à conseil d'administration peut choisir (depuis l'instauration de la loi NRE, du 15 mai 2001) de séparer les fonctions de président et de directeur général ;
- la direction « à l'allemande », avec conseil de surveillance et directoire. Ce modèle de société, sépare obligatoirement les fonctions de président et de directeur général afin de régler les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants des entreprises. Cela permet de reconnaître une divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. La théorie de l'agence expose l'existence de conflits d'intérêts et la séparation de la structure de propriété de celle du contrôle. Nous décelons ainsi un schéma incitatif, avec pour objectif, l'optimisation du travail du dirigeant pour le compte de l'actionnaire.



La structure allemande reste pour certains la plus adaptée au système de gouvernance des entreprises (Ebondo Wa Mandzila, 2006), notamment dans les sociétés à caractère familial, lors de la transmission de pouvoir, ce type de société peut être une solution confortable : « le conseil de surveillance joue le rôle d'un conseil des anciens, tandis que les descendants font leur apprentissage au sein du directoire » p306. Néanmoins, cette forme juridique reste encore faiblement utilisée dans les entreprises françaises. Selon Brickley et al. (1997), la structure juridique du conseil de surveillance engendre différents types de coûts d'agence, notamment en termes de coûts de contrôle du comportement du président. Cette structure ne rencontre pas un grand succès. Selon Godard (1998, p.40) ce manque d'engouement serait dû « à la lourdeur du reporting, le manque de prestige du titre de président du directoire, la tradition et la méconnaissance du mécanisme ». Cozian et al. (2009), explique aussi, que le caractère collégial du directoire, est « difficilement conciliable avec la nécessaire unité de commandement, par le formalisme engendré par la dualité d'organes, laquelle oblige à la confection de rapports et de compte rendus, et par la difficulté en pratique de dissocier direction et contrôle » p.306.

Dans le cadre des entreprises françaises cotées, la structure type « allemande » de l'organisation reste encore faiblement répandue. En contre partie la structure moniste (avec ou sans séparation des fonctions) reste au cœur des sociétés anonymes. Dès lors, nous choisissons de nous attarder sur le fonctionnement du conseil d'administration. En matière de gouvernance, ces deux modèles présentent des points forts et faibles. On ne peut donc conclure à l'abandon d'un des deux modèles (La Porta et al., 1998).

### **2.2.2/ Le conseil d'administration : sa légitimité et son rôle**

Le CA est censé contrôler et surveiller les attitudes discrétionnaires du dirigeant pouvant nuire aux intérêts des actionnaires (Daily-Dalton et Cannella, 2003 ; Jensen, 1998, 2000). Selon la théorie de l'agence, le contrôle par le CA fait partie des outils de gouvernance permettant d'aligner les intérêts dirigeants/actionnaires et de réduire les coûts qui découlent des conflits d'intérêts (Gomez-Mejia et Balkin, 1992 ; Hermalin et Weisbach, 1998 ; Hermalin, 2005 ; Hölmstrom, 1979 ; Jensen et Murphy, 1990 ; Mizruhi, 1983). Le CA est en charge du recrutement, du licenciement (Hermalin, 2005 ; Huson et al., 2001 ; Maati, 1999 ; Shen et Cannella, 2002 ; Wiersema, 2002 ; Zhang, 2006) ainsi que de la détermination de la rémunération des dirigeants (Fama et Jensen, 1983). Ainsi « Le conseil d'administration se présente comme un lieu d'échange, de discussion, de suivi d'approbation que les actionnaires

peuvent suggérer. Il s'agit d'un mécanisme chargé de représenter les intérêts des actionnaires et qui dispose d'un pouvoir discrétionnaire sur les dirigeants » p.37 (Carter et al., 2003). Selon Ward (2005), le conseil d'administration est l'outil principal de l'exercice du pouvoir dans la gouvernance des sociétés cotées.

#### *2.2.2.1/ Conseil d'administration : structure et pouvoir des dirigeants*

Selon Fama (1980), Fama et French (1983) ainsi que Jensen et Meckling (1976), le CA a pour fonction le contrôle et la surveillance des hauts dirigeants de l'entreprise. Le conseil d'administration est le lieu « de confrontation et de règlement des conflits » (Peyrelevalde, 1999) entre l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, notamment entre actionnaires et dirigeants. Ces derniers restent cependant partie prenante de cette entité. Ainsi, « le conseil d'administration permet l'exercice de la surveillance mutuelle puisqu'il autorise la présence de plusieurs membres de l'équipe dirigeante en son sein » (Godard, 1998, p. 42) et cela contrairement au CS où les membres de la direction de l'entreprise sont exclus par définition.

Fama et French (1983), principaux représentants de la théorie de l'agence, affirment que le CA ne peut pleinement remplir ses fonctions de contrôle à cause du rôle influent du dirigeant, empêchant l'indépendance du conseil (Misruchi, 1983 ; Vance, 1983). Selon Lorsch (1989, p.185), « l'existence d'un leader au sein du conseil différent du dirigeant pourrait significativement aider les administrateurs à prévenir les difficultés ainsi qu'à agir en cas de crise ». Westphal et Zajac (1995) confirment l'idée selon laquelle un dirigeant, détenant les fonctions de Président et de directeur général possède des informations sur le fonctionnement de l'entreprise supérieures à celles des administrateurs au sein du conseil d'administration. Le cumul des fonctions offre un pouvoir supplémentaire au P-DG (Hambrick et Finkelstein, 1987) et retire au conseil la liberté de manœuvre, notamment pour la formation d'un successeur à ce dernier (Adams et al. 2005). Par ailleurs, celui-ci a la possibilité de contrôler la nomination des administrateurs et de choisir une personne appartenant à son « réseau », ce qui réduit la latitude et l'indépendance de ces derniers à défendre les intérêts des actionnaires de l'entreprise (Daily, 1995 ; Hart, 1995). Cela ne survient pas au sein d'un CS où le choix d'un nouvel administrateur n'est pas dicté par le dirigeant de l'entreprise (Godard, 1998). Ces différentes prérogatives seraient susceptibles de servir son opportunisme, notamment pour la fixation de sa rémunération. Selon Boyd (1994) et Conyon et Peck (1998), il existe une relation positive et significative entre le niveau de rémunération des dirigeants et le cumul des fonctions de président et de directeur général. Cyert et al., (2002) ainsi que Core et al., (1999)

confirment que la rémunération des dirigeants est 20 à 40% plus importante si le président est aussi directeur général. Aujourd'hui, si la séparation des fonctions tend à se démocratiser, en France, en suivant les modèles allemand ou américain, le cumul des fonctions au poste de P-DG reste la forme organisationnelle la plus fréquente. Nous pouvons ainsi penser que le cumul des fonctions au sein du CA renforcerait, ainsi, le pouvoir du dirigeant au sein de l'entreprise et donc sa capacité à se faire octroyer des montants de rémunération conséquents (dans le cas d'une stratégie opportuniste).

Pour pallier les dysfonctionnements du CA et notamment le rôle important y étant conféré aux dirigeants, plusieurs mesures de gouvernance ont été développées pour améliorer le fonctionnement du CA. Notamment, au cours des dix dernières années, à la suite des scandales financiers à répétition, la composition des conseils d'administration et la circulation de l'information ont été améliorées par:

- une augmentation du nombre d'administrateurs indépendants ;
- une baisse du nombre de mandats détenus par dirigeant (hors de son entreprise) ;
- la présence de 25% d'étrangers dans les conseils des grandes sociétés françaises ;
- une augmentation du nombre de réunions par an ;
- la création de comités spécialisés et;
- une augmentation du nombre de femmes à la direction des entreprises.

Le président du CA dispose d'un double rôle qui peut créer la confusion dans le fonctionnement des entreprises. D'une part, il est le représentant des actionnaires et d'autre part, il est le décideur exécutif de l'entreprise. Par conséquent, le développement de la gouvernance au sein des entreprises a promu la mise en place de structures de contrôle de la gestion des entreprises, notamment par les comités de rémunération, stratégique, d'audit et autres. Ces organismes de contrôle des dirigeants sont importants, néanmoins leur champ d'actions reste limité car ceux sont les dirigeants qui nomment les membres de chaque comité.

#### *2.2.2.2/ Les comités : un complément institutionnel au conseil d'administration*

Pour pallier les dysfonctionnements du contrôle du conseil d'administration, notamment du fait du fort pouvoir dévolu aux dirigeants en son sein, plusieurs initiatives de gouvernance en France et notamment les rapports Viénot, en 1995 et 1999, suivis de la loi NRE (2001), du rapport Bouton (2002) et du code de gouvernance (2008, modifié en 2010) ont réfléchi sur l'instauration d'instances spécialisées au sein du conseil d'administration.

Cela a conduit à l'avènement de quatre types de comités spécialisés : celui d'audit et des comptes, celui des nominations, celui des rémunérations et celui de la stratégie (Godard et Schatt, 2005). Ces comités ont pour fonctions de préparer les séances des conseils et procurent, aux actionnaires, une meilleure visibilité des agissements des dirigeants (Desbrières et Mercier, 2001 ; Klein, 1998) pour s'assurer de la maximisation de leurs intérêts. Leur efficacité réside, principalement, dans la plupart des cas, dans la non-participation des dirigeants leur permettant un contrôle accru de leurs agissements. Compte-tenu de la problématique de la thèse, nous discuterons principalement, ici, le rôle et l'influence du comité des rémunérations.

Au sein du comité des rémunérations, les membres<sup>35</sup> sont chargés de définir le montant et le mode de rémunération des dirigeants. L'objectif principal du comité de rémunération est généralement de s'assurer, dans l'intérêt de ses actionnaires, que la rémunération des dirigeants est justifiée. Du point de vue de l'actionnaire, des règles permettent, ainsi, d'obtenir un meilleur contrôle des rémunérations. La « transparence » a un rôle disciplinaire quand la rémunération explose au moment où l'entreprise est proche de la faillite (Boyer, 2005). Par ailleurs, « l'indépendance » des membres du comité de rémunération permet de limiter le pouvoir des dirigeants et leurs abus. A priori, les membres du comité de rémunération peuvent, à chaque réunion, faire un réajustement de la rémunération des dirigeants.

Néanmoins, l'efficacité attendue du comité de rémunération risque d'être limitée car selon Boyer (2005), les P-DG détiennent au moins trois atouts par rapport aux membres du comité des rémunérations :

- au niveau cognitif, les administrateurs en interne (notamment les P-DG) ont une meilleure connaissance des activités, des forces et des faiblesses de l'entreprise, que les autres administrateurs ;
- au niveau social, l'effet réseau joue un rôle en escalade sur la rémunération des dirigeants, dans l'hypothèse où les membres du conseil d'une entreprise et leurs dirigeants appartiennent au même groupe social, par des jeux de cooptation. Cet effet de réseau est appelé par certains « the same Small World<sup>36</sup> » (Brezis et Temin, 2007) ;

---

<sup>35</sup> Les dirigeants mandataires sociaux sont en charge de la définition de la stratégie de l'entreprise. De plus, ils disposent de pouvoirs formels que la loi ou les procédures de nominations lui confèrent.

<sup>36</sup> Traduction : *le même petit monde*.

- en termes de pouvoir, si le P-DG est nommé avant le comité des rémunérations, cela impact positivement le niveau de rémunération de ce dernier. Cette relation se vérifie davantage lorsque les dirigeants proposent des indicateurs économiques qui capturent la performance de l'entreprise.

Dans le cadre théorique de l'agence, l'opportunisme des dirigeants a justifié l'application de mécanismes disciplinaires destinés à surveiller ces derniers. Ainsi, la croissance<sup>37</sup> du nombre de comités par entreprise, serait la conséquence des recommandations issues des rapports et lois<sup>38</sup> sur la gouvernance. La démocratisation des comités d'audit (qui œuvre pour la vérification des procédures de contrôle interne), de nomination (a pour fonction de choisir de nouveaux administrateurs en cas de démission d'un ancien administrateur), stratégique (définir ou valider les stratégies du groupes), de rémunération (doit formuler des recommandations du CA sur la politique de rémunération des responsables de l'entreprise, notamment sur l'octroi de stock-options) a conduit les entreprises à opter pour une spécialisation dans le traitement des dossiers sur lesquels les administrateurs doivent se concerter (Godard et Schatt, 2005).

#### *2.2.2.3/ Administrateurs indépendants et taille du conseil d'administration*

Les premiers mécanismes de gouvernance, initiés par différents rapports, notamment Viénot I (1995) et Marini (1996) n'accordent que peu d'importance aux critères de détermination de la taille du conseil d'administration<sup>39</sup>. En revanche, la réflexion se pose davantage sur le rôle et l'efficacité attendue du CA, notamment dans sa composition (Godard, 2001). Les rapports s'attardent à développer l'importance de la présence d'administrateurs indépendants au sein des conseils. Nous présentons ci-dessous ces caractéristiques relatives au CA.

#### Composition du conseil d'administration et administrateurs indépendants

Le conseil d'administration se constitue, d'une part, d'administrateurs internes que sont les dirigeants. Ces derniers ont pour rôle d'assurer la gestion de l'entreprise, en plus de leurs responsabilités au sein du conseil d'administration. D'autre part, les administrateurs externes sont les actionnaires de l'entreprise qui ne détiennent aucune autre fonction dans l'entreprise. Enfin, les administrateurs dits « indépendants » ne doivent pas faire partie de la

---

<sup>37</sup> Selon Godard et Schatt (2005), il y a en moyenne 2,5 comités par entreprise (pour un échantillon de 89 entreprises).

<sup>38</sup> Les rapports Viénot I et II (1995 et 1999), Bouton (2002) et loi NRE (2001).

<sup>39</sup> La loi prévoit que les conseils d'administrations doivent être composés d'au moins 3 membres et de 18 au plus.

gestion de l'entreprise et ne doivent avoir aucun lien familial ou autres intérêts communs avec les dirigeants de l'entreprise (Johnson et al., 1996).

« On parle d'administrateur indépendant s'il n'est pas employé de l'entreprise, ne fournit pas de services à l'entreprise et plus généralement n'a pas de conflit d'intérêts lors de l'accomplissement de sa mission » (Tirole, 2006). Ces administrateurs ont pour fonction de protéger les actionnaires d'éventuels comportements opportunistes de la part du P-DG. Ces administrateurs ont la responsabilité de surveiller les comportements du P-DG et de préserver leur réputation d'experts (Fama et Jensen, 1983). Selon Zajac (1990), les CA et les CS qui se constituent essentiellement d'administrateurs indépendants<sup>40</sup> sont plus puissants et moins soumis aux volontés parfois abusives de certains dirigeants. Par exemple, ces administrateurs peuvent s'opposer à une dilution supplémentaire de l'actionnariat provoquée par l'octroi de stock-options et cela permettrait d'éviter un enracinement des dirigeants dans l'entreprise et de toujours conserver la possibilité de révocation *ad nutum*<sup>41</sup>. La présence d'administrateurs indépendants est une pièce maîtresse de la gouvernance d'entreprise, « c'est un gage d'objectivité et d'indépendance » (Cozian et al., 2009) permettant une expression libre dans des décisions allant à l'encontre des dirigeants (Fama et Jensen, 1983). Dès lors, un administrateur indépendant qui remplit les fonctions qui lui incombent (notamment l'expression de son mécontentement vis-à-vis du comportement discrétionnaire du dirigeant) permet le respect d'une relation d'agence sereine entre l'actionnaire et le dirigeant (Hermalin et Weisbach, 1998) et limite le risque d'expropriation par la direction de l'entreprise (Fama, 1980). D'après Helland et Sykuta (2005), les entreprises dont le nombre d'administrateurs indépendants est conséquent seraient les moins attaquées en justice par leurs actionnaires. Par ailleurs, selon Firth et al. (2006), les conseils des entreprises composés d'une plus grande proportion d'administrateurs indépendants versent des rémunérations plus en adéquation avec la performance opérationnelle de l'entreprise. Les administrateurs indépendants seraient notamment moins enclins à l'adoption de la pilule empoisonnée (Brickley et al., 1994) et à offrir des parachutes dorés (Singh et Harianto, 1989).

Néanmoins, plusieurs limites viennent entacher l'efficacité de la surveillance exercée par les administrateurs indépendants (Tirole, 2006) :

---

<sup>40</sup> Le rapport Bouton (2002) définit un administrateur indépendant comme un administrateur qui n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe, ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement".

<sup>41</sup> *Ad nutum* est une expression dérivée du latin qui caractérise le fait que celui qui a confié un mandat à une autre personne, est en droit de retirer les pouvoirs qui lui ont été confiés, sans avoir à justifier de motifs de ce retrait, ni observer un préavis (Braudo et Baumann, 2012).

- la rémunération des administrateurs n'est peu ou pas liée à la performance de l'entreprise. Dès lors, ils sont peu motivés à rentrer en conflit avec les dirigeants en cas d'attitude discrétionnaire de ces derniers. Selon Conyon et Peck (1998) ainsi que Klein (1998) et Yermack (1996), l'impact des administrateurs indépendants sur la performance des entreprises serait néfaste. Ils considèrent que les intérêts financiers dérisoires qu'ont les administrateurs indépendants dans l'entreprise peuvent compromettre leur implication;
- la latitude d'exercice des administrateurs est souvent limitée du fait que les dirigeants sont, le plus souvent, président du conseil ainsi que directeur général au sein de l'entreprise.
- En outre, au-delà de l'image des administrateurs en tant que défenseurs des intérêts de l'actionnaire, leurs décisions au sein du conseil d'administration (ou surveillance) peuvent être guidées par un intérêt personnel comme, par exemple, un sentiment de gratitude de leurs nominations et rémunérations envers les dirigeants.

Plusieurs recherches ont considéré l'influence de la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil pour appréhender la force de contrôle de celui-ci sur la rémunération des dirigeants (Boyd, 1994). Les résultats des études sont contradictoires et peu concluants. Mishra et Nielsen (2000) soulignent l'existence d'une relation positive entre les administrateurs indépendants et la sensibilité de la rémunération à la performance. En revanche, Hermalin et Weisbach (1988) et Conyon et Peck (1998) concluent à la neutralité de la composition du conseil d'administration sur le niveau de rémunération des dirigeants. Plusieurs auteurs ont tenté de montrer que ces résultats contradictoires pouvaient être liés au lien existant entre structure de propriété des entreprises (Godard et al., 2008) et présence, ou non, d'un nombre important d'administrateurs indépendants. Selon Raheja (2005), lorsque l'actionnariat<sup>42</sup> est fortement concentré, une pression supérieure est exercée sur les dirigeants par les actionnaires de contrôle et, par conséquent, la proportion d'administrateurs indépendants est plus faible. Lorsque l'actionnariat est dilué, les actionnaires (tous minoritaires) ne peuvent contrôler directement le dirigeant (problème du passager clandestin), ce qui va les inciter à voter pour des administrateurs indépendants, chargés de défendre leurs intérêts. En France, Godard et al. (2008), montrent que la présence d'administrateurs indépendants est étroitement liée à la structure de propriété des entreprises. Les auteurs constatent l'augmentation significative de la proportion d'administrateurs indépendants entre

---

<sup>42</sup> Dans ce cas, l'équipe de direction n'est pas propriétaire.

2001 et 2006 et l'expliquent, en partie, par une dilution forte de l'actionnariat. Par ailleurs, selon Charreaux (2002b), la diversité des administrateurs en termes de nationalités, de formations, de parcours professionnels et de parité serait plus intéressante pour optimiser les décisions prises en conseil d'administration.

Bien qu'en tenant compte de ces différents constats et limites, il semble intéressant d'étudier, en contexte français, l'impact de la présence d'administrateurs indépendants sur la fixation de la rémunération des dirigeants ; cette mesure étant toujours plébiscitée par de nombreux codes de gouvernance.

### Taille du conseil d'administration

La littérature théorique (Maati, 1999) et empirique (Singh et Davidson, 2003) montre que, dans une grande majorité, les conseils de petites tailles<sup>43</sup> sont plus efficaces que ceux de grandes tailles. Selon Maati (1999), la répartition des rôles, l'implication des administrateurs dans la gestion du conseil d'administration ainsi que l'exploitation des ressources de l'entreprise est meilleure si le conseil est de petite taille (Singh et Davidson, 2003). En revanche, selon Charreaux (1997b) un conseil de grande taille conduirait à une meilleure expertise de l'organisation et cela d'autant plus que les entreprises sont complexes (Coles et al., 2008). Le nombre important d'administrateurs renforcerait la multiplicité des compétences et des ressources et serait, donc, positive pour la performance de long terme de l'entreprise. Ces résultats contradictoires ne permettent pas véritablement de statuer sur l'impact de la taille du conseil sur la fixation de la rémunération des dirigeants. Cette relation est intéressante à explorer même si certaines études ont abouti à une relation peu significative entre les deux variables (Charreaux, 1997a ; Morck et al., 1989).

### 2.3/ Caractéristiques des dirigeants

La théorie du pouvoir managérial renvoie à la théorie du leadership stratégique ou de l'échelon supérieur (Hambrick et Mason, 1984) qui postulent que les caractéristiques intrinsèques mêmes des dirigeants sont susceptibles d'exercer une influence sur la nature de la gouvernance des entreprises (et de leur performance). Le profil des dirigeants est donc important à questionner pour comprendre, au côté des déterminants organisationnels, la rémunération de ces acteurs. Les caractéristiques personnelles des dirigeants susceptibles

---

<sup>43</sup> Un conseil de petite taille se constitue de 7 à 8 membres (Jensen, 1993) ou de 8 à 9 membres (Lipton et Lorsch, 1992).



d'impacter leur rémunération sont : le réseau social, les femmes au pouvoir, le cumul des mandats ainsi que l'ancienneté du P-DG au poste et dans l'entreprise.

### **2.3.1/ Le réseau social et ses influences**

Les dirigeants et futurs dirigeants issus des grandes écoles françaises<sup>44</sup> œuvrent activement à conserver leur réseau social, à partir duquel ils retirent de nombreux avantages, notamment le prestige (Maclean et al., 2006). Le « réseau social » des dirigeants est utile pour (Charreaux, 2003):

- Réserver la place de numéro 1 aux personnes issues de leur milieu ;
- Conserver la place obtenue, autant de temps qu'ils le souhaitent (enracinement) ;
- Influencer, le conseil, dans la détermination de leur rémunération ;
- Ternir la réputation de l'entreprise, en cas de licenciement d'un dirigeant appartenant au réseau. Un tel acte pouvant impacter, à la baisse, le cours de l'action de l'entreprise (effet indésirable pour les actionnaires).

Une littérature récente s'est intéressée la croissance fulgurante du niveau de rémunération des dirigeants depuis plus de trente ans (Bebchuk et Fried, 2004 ; Bebchuk et Grinstein, 2005 ; Jensen et al., 2004). Au sein de cette littérature, l'appartenance des dirigeants à des réseaux prestigieux a été avancée comme un déterminant de cette progression et de ce maintien de rémunérations exorbitantes même dans le cas d'une performance d'entreprise peu satisfaisante.

L'analyse économique des organisations, contrats et incitations (Bolton et Dewatripont, 2005 ; Laffont, 2000 ; Laffont et Martimort, 2002 ; Milgrom et Roberts, 1992) s'est ainsi, au cours des dernières années, préoccupée de la problématique conjointe des carrières (et notamment des parcours de formation) et des rémunérations des dirigeants. En France, la sélection des dirigeants se fait à partir un système éducatif élitiste. Issus des grandes écoles, administratives, scientifiques et commerciales, nombreux sont les dirigeants qui débutent leur carrière dans l'administration publique avant de rejoindre une entreprise privée (Mayrhofer, 2007). L'Etat reste un partenaire privilégié pour une majorité de dirigeants d'entreprises cotées, bien que son influence tend à diminuer (Caby, 2005 ; Mayrhofer, 2001, 2007). Les parcours des dirigeants français sont semblables les uns des autres (Batteau, 2009). Prenons pour exemple Daniel Bouton et Louis Gallois. Tous deux, diplômés de l'ENA, ont d'abord travaillé dans les cabinets ministériels, pour ensuite présider une entreprise cotée sur le marché français.

---

<sup>44</sup> Notamment HEC, l'ENA ou encore Polytechnique.

Nous pouvons, ainsi, poser l'hypothèse qu'en France l'appartenance d'un dirigeant à un réseau social du fait de sa participation à une formation élitiste pourrait influencer positivement le montant de sa rémunération. Cela s'expliquerait à la fois par les compétences perçues par les administrateurs de ces dirigeants (logique élitiste) ainsi que par les effets de réseaux qui permettraient de justifier ou de maintenir des niveaux de rémunération élevés.

### **2.3.2/ Les femmes et le pouvoir**

Une partie de la littérature s'est intéressée aux différences de montants de rémunération entre hommes et femmes (Bertrand, 2009). Selon Wolfers (2006), de 1992 à 2004, le nombre de femmes P-DG a progressé de 4 à 34. Cette progression reste légère car elle ne représente qu'1,3% des P-DG. Une des raisons au faible nombre de femmes P-DG serait du, aux Etats-Unis du moins, à la vie familiale à assumer, à leur faible participation au programme MBA (Bertrand, 2009) et à une perte de confiance du marché, plus importante, à chaque désignation de « femme » en tant que nouveau P-DG de la société. Selon Lee et James (2007), la valeur de l'action perd, en moyenne 3%, quand il y a désignation d'un P-DG « femme » contre 0,5% lorsque c'est un homme qui prend la place de numéro 1 (Lee et James, 2007). Les études empiriques de Bertrand et Hallock (2001) et Bertrand (2009) confirment la faible présence de femmes aux postes de la direction des entreprises. Du fait de ces résultats, et notamment de la perte de confiance des marchés à chaque nomination d'une femme à un poste de direction, nous pouvons penser qu'être un homme influencerait positivement et de manière significative le montant de rémunération alloué à un dirigeant.

### **2.3.3/ Cumul des mandats**

Il convient aussi de remarquer que la présence de directeurs « actifs », c'est-à-dire travaillant dans d'autres entreprises, permette aux P-DG une croissance de leurs rémunérations. En effet, plusieurs études ont fait le constat de dirigeants siégeant aux conseils des uns et des autres. Dès lors, cela constitue un réseau actif, permettant de se rendre service mutuellement (même dans le cas d'administrateurs jugés « indépendants »). Le cumul des mandats correspond à un réseau de contrôle des grandes entreprises françaises. Il se caractérise par un club de dirigeants, unis de par leur formation, qui est souvent lié à l'Etat. Cette coordination permet de détourner les lois anti-trust<sup>45</sup>. C'est un instrument de gestion collective « opaque » des dirigeants de grandes entreprises françaises que la loi NRE (2001) a

---

<sup>45</sup> Le droit de la concurrence regroupe l'ensemble des dispositions législatives et réglementaires visant à garantir le respect du principe de la liberté du commerce et de l'industrie au sein d'une économie de libre marché.

tenté de limiter en fixant le nombre maximum de mandats cumulés pouvant être endossés par un dirigeant. Malgré ces dispositifs, nous pouvons penser à l'existence d'une relation positive entre le nombre de mandats cumulés par les dirigeants et le montant de leur rémunération.

#### **2.3.4/ Ancienneté des dirigeants dans l'entreprise et au poste**

L'ancienneté des dirigeants dans une entreprise a été envisagée selon des conséquences différenciées par la littérature. Certains auteurs ont considéré que l'ancienneté des dirigeants permettait à ceux-ci de gagner en expérience et donc de rester actifs, opérationnels et source de valeur pour l'entreprise. Même si l'ancienneté accroît leur pouvoir, cette hausse de leur pouvoir discrétionnaire serait compensée par des gains en termes de compétences acquises.

En revanche, pour d'autres auteurs comme Hermalin et Weisbach (1988), une entreprise sous-performerait lorsque le P-DG prendrait de l'ancienneté dans l'entreprise. Cela s'expliquerait, notamment, par le renforcement, dans le temps, du pouvoir du dirigeant ainsi que par l'affaiblissement des possibilités de contrôle du conseil sur celui-ci. Selon O'Reilly et al. (1988), l'ancienneté au poste de P-DG installe une familiarité, une aisance au fil du temps. Dès lors, il devient plus difficile pour les membres du conseil d'exercer rigoureusement leur contrôle sur les agissements du P-DG, notamment du fait du niveau de confiance développé entre mandants et mandataires. Selon Combs et al. (2007), l'ancienneté au poste de P-DG est « l'ingrédient clé dans le processus de construction du pouvoir » p.1307. La position du P-DG peut être fragile dans les premières années à la présidence de l'entreprise car la conservation de sa place dépend de ses connaissances et sa perspicacité par rapport aux membres de l'équipe de direction (Fredrickson et al, 1988). Hall et Liebman (1998) considèrent que l'ancienneté dans l'entreprise est une des variables qui offre au P-DG une plus grande aisance dans la détermination de sa rémunération ainsi que dans le reste des décisions liées au fonctionnement de l'entreprise. Il n'est ainsi pas surprenant de constater, comme Mangel et Singh (1993), une relation positive entre le niveau de rémunération du dirigeant et son ancienneté en poste. Hill et Phan (1991) considèrent que l'ancienneté du P-DG au poste lui permet d'exercer une influence sur la structure de sa rémunération.

#### **2.4/ Caractéristiques de l'entreprise et son environnement**

Nous présentons, ci-après, l'influence de la taille de l'entreprise, de son actionnariat, de son secteur d'activité sur la rémunération des dirigeants. Nous abordons ensuite l'influence de mécanismes externes.

#### **2.4.1/ Taille de l'entreprise**

Les premières études (Baumol, 1959, puis Lewellen et Huntsman, 1970) portant sur le lien entre la rémunération des dirigeants et la taille<sup>46</sup> de l'entreprise affichent une relation positive et croissante entre les deux variables. L'interdépendance entre la taille des entreprises et l'augmentation du nombre de niveaux hiérarchiques entraînerait un accroissement des salaires (Williamson, 1985). D'autres études empiriques (Finkelstein et Hambrick, 1996) viennent, plus tard, renforcer la corrélation positive entre ces deux variables. Ciscell et Carroll (1980) démontrent, dans leur étude, que l'effet taille détermine en grande partie la rémunération des P-DG. Zhou (2000) confirme que la rémunération en espèces, du P-DG, croît de 0,25% pour une augmentation du volume des ventes de 1%. Cette corrélation positive entre la taille de l'entreprise et la rémunération des dirigeants s'explique, notamment par :

- la valorisation du capital humain et la compétence du dirigeant (Murphy, 1999 ; Rosen, 1982) ;
- les capacités financières des grandes entreprises à déboursier de fortes rémunérations (Finkelstein et Hambrick, 1989). D'ailleurs, selon Bebchuk et Fried (2003) certains dirigeants gèrent l'entreprise en fonction de leurs intérêts personnels. Par exemple, une extension de l'entreprise, afin de justifier une augmentation de salaire car toute augmentation de la taille de l'entreprise induit une augmentation de la rémunération du P-DG. Selon Dardour (2008), la taille de l'entreprise est un déterminant principal du niveau de rémunération des dirigeants (relation positive et significative).

#### **2.4.2/ Actionnariat**

La nature de l'actionnariat des entreprises semble exercer une influence forte sur les caractéristiques de la gouvernance et notamment sur les mécanismes de contrôle institués. Elle conduirait à des logiques différenciées concernant la problématique de fixation de la rémunération des dirigeants. Nous discutons ci-après de quelques caractéristiques intéressantes de l'actionnariat des entreprises pour la problématique qui nous occupe.

##### *2.4.2.1/ Influence des investisseurs institutionnels*

---

<sup>46</sup> La taille de l'entreprise peut être mesurée de différentes façons, notamment par capitalisation boursière, chiffre d'affaires ou encore par capitaux propres.

La présence d'investisseurs institutionnels peut contraindre les dirigeants à maximiser la richesse des actionnaires (McConnel et Servaes, 1990). Ces actionnaires, de par leur logique de gestion de leurs fonds, recherchent, en effet, des rentabilités plus importantes à court terme que d'autres types d'actionnaires. Ils exerceraient, ainsi, un contrôle plus rapproché, qui mènerait à des rémunérations moindres de leurs dirigeants. Ces investisseurs seraient, ainsi, plus enclins à rechercher l'alignement de leurs intérêts avec ceux des dirigeants en proposant, par exemple, des systèmes de rémunération variable incitatifs tels que les stock-options (Desbrières et Mercier, 2001 ; Morin et Rigamonti, 2002).

#### *2.4.2.2/ Actionnariat familial*

Selon Davis et Tagiuri (1982), une entreprise familiale est une organisation où deux ou plusieurs membres de la famille étendue influencent la marche (la direction) de l'entreprise à travers l'exercice des liens de parenté, des postes de management ou des droits de propriété sur le capital. Le contrôle familial était très présent dans les entreprises françaises (LaPorta et Lopez-de-Silanes, 1999). Depuis plus de trente ans, le capitalisme français subit une mutation. On s'éloigne progressivement du capitalisme familial où les dirigeants sont propriétaires de l'entreprise (Fligstein, 1990). Ces derniers sont remplacés par des hauts fonctionnaires de l'Etat qui sont diplômés des grandes écoles. Ils détiennent la formation et la capacité technique nécessaire à la croissance et au développement de l'entreprise, dans une économie mondialisée. Par ailleurs, la progression fulgurante de la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises françaises a également conduit à amoindrir ou à questionner le fonctionnement historique des entreprises familiales.

Cette structure familiale, encore existante, présente des avantages et des inconvénients en termes de gestion de l'entreprise. Selon Bertrand (2009), elle a pour effets positifs :

- la volonté du dirigeant d'optimiser les ressources de l'entreprise ;
- des liens familiaux qui facilitent la transmission du savoir et des réseaux existants ;
- de favoriser les projets de l'entreprise sur le long terme ;
- de neutraliser la faible efficacité du système juridique (de gouvernance) en France.

Néanmoins, les performances de l'entreprise restent souvent trop faibles, surtout quand le fondateur est décédé (Bertrand et al., 2008). Dès lors, on constate aussi que des « héritiers » au poste de hauts dirigeants exécutifs réalisent de médiocres performances (Villalonga et Amit, 2006), sans impact, parfois, sur le montant de leurs rémunérations. Selon Bertrand et Schoar (2006), la performance de l'entreprise n'est pas une priorité au moment de choisir les

membres familiaux et une réflexion sur leur incitation à la performance par la rémunération est, bien souvent, inexistante.

### **2.4.3/ Type d'activité de l'entreprise**

Selon O'Reilly et al. (1988) ainsi que Finkelstein et Hambrick (1990), les niveaux et la structure de la rémunération des dirigeants seraient variables en fonction du secteur d'activité des entreprises. Selon l'étude de Dardour (2008), réalisée en 2005, sur le marché français (SBF 250), les secteurs de l'industrie, des services et des sociétés financières détiennent le niveau de rémunération annuelle (hors stock-options) le plus élevé. Par ailleurs, la moyenne la plus faible est attribuée à celle du secteur des biens de consommation et de distribution.

### **2.4.4/ Les mécanismes externes de fixation de la rémunération des dirigeants**

Les mécanismes internes de fixation de la rémunération des dirigeants ne peuvent être dissociés d'un contexte institutionnel et dans lequel s'ancrent les entreprises. Tout d'abord, comme nous l'avons abordé dans le chapitre 1, l'influence de l'Etat est prépondérante dans les réglementations fixées ainsi que dans les normes véhiculées (et notamment les principes de gouvernance) pour orienter les politiques de rémunérations des dirigeants au sein des entreprises.

#### *2.4.4.1/ L'Etat*

L'Etat qui, au-delà de sa stricte fonction de législateur pour les marchés, met en place des institutions (AMF) et des lois (notamment la loi NRE, 2001) pour protéger les actionnaires et qui contraignent, donc, la direction des entreprises à appliquer les principes de gouvernance établis préalablement (Maati, 1999) (cf. chapitre 1).

#### *2.4.4.2/ Le marché des actions*

Le marché des actions, avec son prolongement sur le marché des prises de contrôle, est en lui-même un mécanisme de gouvernance du fait de l'information offerte en continu qu'il propose. Il permet d'avoir des indications sur la performance des entreprises et donc sur les résultats à attribuer aux dirigeants pour la fixation éventuelle de leur rémunération. Cette information est épurée par les agences de notations. Il existe trois agences de notation financière globales : Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings. Ces agences sont des entreprises rémunérées par le demandeur de notation. Elles permettent une meilleure maîtrise des comportements opportunistes des dirigeants (Maati, 1999).

#### *2.4.4.3/ Le marché des prises de contrôle*

Le marché des prises de contrôle est représenté par la menace permanente d'une OPA et le regard attentif des gestionnaires de portefeuille. Ces éléments font office d'épée de Damoclès sur les dirigeants. Jensen (1989) fait parti des premiers économistes à avoir évoqué le marché des prises de contrôle, notamment à travers le pouvoir disciplinaire de la dette. La dette oblige l'entreprise à déboursier de la trésorerie pour que le remboursement de l'emprunt s'opère dans les délais prévus initialement. Par ailleurs, les actionnaires, autre source de financement de l'entreprise, détiennent un droit de propriété sur les actifs de l'entreprise, en contre partie de leur apport en capital. Ces derniers perçoivent une rémunération immédiate sous forme de dividendes (Gordon, 1962). Or, les dirigeants prévoient une distribution minimale, en fonction des profits de la période passée (Malécot et Hamon, 1986). Si l'on suit le raisonnement de la « théorie des fonds résiduels » (Meyer et Glauber, 1964), les dirigeants favorisent les investissements au sein de leur entreprise, au détriment d'un profit non distribué aux actionnaires. Ainsi, les prises de contrôle, font parties des systèmes de gouvernance qui, doivent permettre une baisse de comportements déviants des dirigeants. De même qu'un contrôle plus efficace des performances de l'entreprise (Schleifer et Vishny, 1997). Toutefois, les limites de certaines prises de contrôle se font ressentir par différentes attitudes des dirigeants (Dubois, 2007) :

- enracinement des dirigeants de l'entreprise acheteuse;
- extraction des bénéfices privés du dirigeant de l'entreprise acheteuse (Denis et McConnell, 2003 ; Schleifer et Vishny, 1988, 1997);
- concentration de l'actionnariat (Denis et McConnell, 2003 ; Maati, 1999) ;
- évolution de la législation (Maati, 1999).

#### *2.4.4.4/ Le marché du travail des dirigeants*

Le marché du travail des dirigeants peut être une menace ou une opportunité pour les dirigeants d'entreprises. Le marché du dirigeant exerce une influence sur la gouvernance des entreprises. Le contrôle des dirigeants opère, si le marché est efficace. Cela se traduit par une réactivité du marché face aux mauvaises performances des dirigeants (Dubois, 2007 ; Fama, 1980 ; Gilson 1990). En revanche, des dirigeants qui se savent irremplaçables vont se sentir plus libres dans leur pratique de gouvernance. Si le marché des dirigeants était internationalisé, certains recrutements notamment celui de Proglia (président non-exécutif de Véolia, Ex-Compagnie Générale des Eaux) à la tête d'EDF n'aurait pas eu lieu (suite au scandale lié à sa rémunération). Par ailleurs, l'évaluation du dirigeant, par le marché, se fait aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'entreprise. Selon Faith et Tollinson (1984), le

marché interne du travail des dirigeants permet de rompre les codes comportementaux établis entre les dirigeants déjà en fonction. Puis, le marché externe des dirigeants évalue en permanence les compétences des dirigeants en poste (par les résultats de l'entreprise). Selon Biondi et al. (2004), le profit d'une entreprise est le résultat d'un mélange d'actifs spécifiques notamment ceux de dirigeants talentueux. Ainsi, le marché est incapable de fixer un « prix du dirigeant » (Boyer, 2005).

Nos différents développements sur les fondements théoriques relatifs à la rémunération des dirigeants et à leurs déterminants nous permettent de poser les premières conclusions suivantes. Dans un premier temps, selon les principes de la théorie de l'agence et du contrôle des dirigeants, la rémunération de ces acteurs ne peut se comprendre sans capturer l'influence du conseil (administration ou de surveillance). Par ailleurs, comme nous avons montré les limites des mécanismes disciplinaires, il est également important de considérer le pouvoir personnel du dirigeant pour la fixation de sa rémunération. Bien évidemment, il semblerait que la rémunération soit également fixée pour une année donnée par rapport à la performance effective atteinte par l'entreprise. Nous pouvons supposer que la performance serait le premier déterminant du montant de rémunération des dirigeants et, qu'en fonction des résultats obtenus, les différents pouvoirs du conseil et des dirigeants viendraient se confronter, autour du niveau de performance, pour fixer un montant de rémunération donné aux côtés d'autres déterminants plus contextuels présentés ci-avant. Pour établir la liste de ces déterminants, nous avons supprimé les déterminants externes capturés par la description du contexte institutionnel et culturel français au sein duquel nous ancrons notre étude. Ces déterminants, ainsi que leur influence supposée, constituent les propositions de recherche que nous comptons explorer puis tester ultérieurement pour les entreprises françaises cotées.

Tableau 2. Synthèse des déterminants de la rémunération des dirigeants : propositions de recherche

<b>Déterminants</b>	<b>Influence sur rémunération (signe attendu)</b>	<b>Littérature (Auteurs principaux)</b>
---------------------	---	---



<b>Caractéristiques du dirigeant</b>	Genre: Femme	-	Bertrand (2009) ; Bertrand et Hallock (2001) ; Lee et James (2007)
	Diplôme	+	Bebchuk et Fried (2004); Bebchuk et Grinstein (2005); Jensen et al. (2004)
	Cumul des Mandats	+	Geletkanycz et al. (2001)
	Ancienneté dans l'entreprise	+	Hall et Liebman (1998)
	Ancienneté au poste	+	Hall et Liebman (1998); Hill et Phan (1991); Finkelstein et Hambrick (1996) ; Shen et Cannella (2002)
<b>Mécanismes de gouvernance</b>	Nombre d'administrateurs indépendants	+	Fama (1980); Fama et Jensen (1983) ; Mishra et Nielsen (2000)
		-	Zajac (1990);
	Nombre de comités spécialisés	-	Desbrières et Mercier (2001) ; Klein (1998)
	Séparation des fonctions	-	Daily et Johnson (1997) ; Hambrick et Finkelstein (1987) ; Westphal et Zajac (1995)
Taille du conseil	+	Maati (1999) ; Singh et Davidson (2003)	
<b>Caractéristiques de l'entreprise et de son environnement</b>	Influence des investisseurs institutionnels	-	McConnel et Servaes (1990)
	Influence de l'actionnariat familial	+	Gomez-Mejia et al. (2003)
	Type d'activité de l'entreprise	?	Dardour (2008) ; Finkelstein et Hambrick (1990) ; O'Reilly et al. (1988)
	Taille de l'entreprise	+	Baumol (1959); Dardour (2008); Finkelstein et Hambrick (1996); Lewellen et Hunstman (1970) ; Murphy (1999) ; Williamson (1985)
<b>Performance économique</b>	Opportunité de croissance	+	D'Arcimoles et Le Maux (2005)
	Rendement des actifs (ROA)	+	Core et al. (1999) ; David et al. (1998)
<b>Performance boursière</b>	Alpha de Jensen	+	David et al. (1998)

Source : Auteur

### Section 3. Objectifs de la recherche, épistémologie et design

Nous souhaitons rappeler, dans cette partie, nos principales questions de recherche afin de discuter, ensuite, de la manière dont celles-ci seront investiguées empiriquement.

### 3.1/ Objectifs de la recherche

Notre thèse a pour objectif l'étude des déterminants de la rémunération des plus hauts dirigeants d'entreprises françaises cotées en considérant cette problématique à un niveau individuel. Plus précisément, nous souhaitons capturer l'influence de la performance de l'entreprise et des relations de pouvoir entre mécanismes disciplinaires subis par les dirigeants (apports de la théorie de l'agence) et le pouvoir personnel issu des caractéristiques de ces derniers (apports des prolongements de la théorie de l'agence) en contexte français en tenant compte de l'influence concomitante d'autres variables de contexte (cf. tableau 2).

Par ailleurs, l'influence des ces différentes variables précisée dans nos propositions ci-avant, sera investiguée en tenant compte de la rémunération des dirigeants envisagée tant de par son niveau que par sa structure. Nous nous focaliserons également sur le plus haut dirigeant exécutif des entreprises françaises cotées à savoir, le président directeur général, le directeur général ou le président du directoire. Dans le cadre des SA à conseil d'administration, avec dissociation des fonctions, nous choisissons de considérer le directeur général qui est à la fois le chef d'entreprise et le représentant légal de la société (C. com. Art. L. 225-51-1). Il embauche et licencie les salariés, négocie les accords d'entreprise, reçoit les délégués du personnel. Le directeur général peut, par ailleurs, présider le conseil d'administration lorsque les deux fonctions n'ont pas été dissociées et devenir président directeur général (Cozian et al, 2009). Par ailleurs, au niveau de la structure dite « allemande », sera considéré le président du directoire. Ainsi, le statut respectif de chacun de ces dirigeants leur procure une large connaissance du fonctionnement de l'entreprise. Dès lors, les interroger, nous permettait d'avoir des éléments de réponses qui justifient leurs agissements et rémunérations.

Comme très peu d'études ont été menées, à ce jour, sur ces questions en contexte français, notre recherche se devait d'être conduite, dans un premier temps, dans une perspective exploratoire afin d'identifier les déterminants, ou les groupes de déterminants, susceptibles d'impacter le plus significativement la rémunération des plus hauts dirigeants des entreprises françaises cotées au SBF 120. Dans un second temps, nous souhaitons également tester l'influence de ces déterminants les plus significatifs et de leurs interactions sur la

fixation des montants et de la structure de la rémunération des dirigeants. Pour atteindre ces différents objectifs, il apparaissait nécessaire de préciser le regard que nous souhaitons porter sur ce phénomène et par quelle démarche (positionnement épistémologique) avant de préciser les différentes étapes méthodologiques ponctuant notre étude sur le terrain.

### 3.2/ Positionnement épistémologique de la recherche

L'élaboration d'un projet de recherche suppose au préalable la précision du positionnement épistémologique du chercheur pour l'appréhension de sa réalité (Maurand-Valet, 2011). L'adoption d'un projet exploratoire tel que suscité ne limite pas les choix épistémologiques nous étant offerts (Perret et Séville, 2003). Rappelons à ce sujet, que le choix d'un positionnement épistémologique nécessite de questionner non pas la nature des phénomènes étudiés mais le regard porté par le chercheur sur ces derniers ainsi que sa place lors de leur appréhension empirique (Charreire et Huault, 2001).

Nous avons fait le choix d'adopter, dans cette recherche, un positionnement épistémologique positiviste-aménagé. Tout comme Miles et Huberman (1994, p.31), nous considérons « que les phénomènes sociaux existent non seulement dans les esprits mais aussi dans le monde réel et qu'on peut découvrir entre eux quelques relations légitimes raisonnablement stables. Il est indubitable que les phénomènes existent objectivement dans le monde en partie parce que les individus s'en font une représentation commune et reconnue de tous ; ces perceptions sont donc cruciales lorsqu'il s'agit de comprendre pourquoi les comportements sociaux prennent telle ou telle forme. Cependant, le fait que les individus ne partagent pas les conceptualisations des chercheurs ne veut pas dire que de telles conceptualisations sont fausses ou artificielles (...). Notre conviction qu'il existe des régularités sociales amène un corollaire : notre tâche consiste à les formuler aussi précisément que possible, en restant attentifs à leur portée et à leur généralité, ainsi qu'aux contingences locales et historiques qui président à leur apparition » (Miles et Huberman, 1994, p.31).

L'option positiviste nous semblait importante dans notre démarche pour le regard objectif qu'elle permet de porter sur la réalité. En effet, comme nous l'avons souligné dans notre introduction ainsi que tout au long de notre revue de la littérature, nous considérons qu'une réalité existe quant à l'existence de déterminants spécifiques de la rémunération des dirigeants. Nous souhaitons, ainsi, nous positionner de manière externe à notre objet de

recherche pour capturer une réalité sans volonté normative à ce stade. Nous souhaitons considérer la rémunération comme un objet extérieur indépendant de notre jugement et implication, notamment du fait de notre volonté de produire des résultats objectifs susceptibles de fonder des recommandations.

Pour autant, si nous pensons que la réalité existe et que nous cherchons à l'appréhender en reconnaissant l'existence de régularités sur les déterminants de la rémunération des dirigeants résultant d'un processus d'objectivation s'établissant à l'échelle d'une société, nous admettons également l'existence de spécificités inhérentes à l'ancrage culturel de cet objet (cf. chapitre 1) et à son « univers symbolique » ne pouvant être ignorées. Notre démarche consiste alors à adopter un regard objectif sur des régularités observées (nous admettons l'existence d'une réalité) tout en ancrant celles-ci dans un contexte d'étude spécifique. Par ailleurs, nous ne pouvons, malgré les précautions méthodologiques adoptées, totalement écarter les biais d'observation pour notre investigation empirique. Le positionnement positiviste aménagé nous est alors apparu comme adapté à notre projet de recherche.

### 3.3/ Design, fiabilité et validité de la recherche

Nous présenterons, tout d'abord, le design de la recherche avant de nous intéresser aux critères de fiabilité et de validité de nos travaux.

#### **3.3.1/Design de la recherche**

Notre projet de recherche est construit autour d'une démarche principalement déductive. Malgré le caractère exploratoire de notre recherche, nous avons cherché à respecter, selon la démarche positiviste, la formulation de propositions de recherche à l'issue de notre revue de la littérature, leur précision à l'issue d'une étude qualitative et leur test à l'issue d'une étude quantitative. Toutefois, l'inclusion d'une phase qualitative a requis de procéder à des allers-retours entre la théorie et le terrain permettant l'émergence, pour certaines phases de la recherche de logiques abductives.

Ainsi, à l'issue de notre analyse de la littérature, nous avons formulé un ensemble de propositions que nous avons souhaité explorer par une étude qualitative pour les dirigeants d'entreprises cotées en contexte français. Celle-ci s'est déroulée en mobilisant deux instruments complémentaires : la réalisation d'entretiens semi-directifs (12 dirigeants) et

l'administration de questionnaires exploratoires (44 dirigeants). Au terme de cette étude exploratoire, nous avons pu préciser nos propositions de recherche et dégager des hypothèses sur l'influence de nos principales variables ainsi que sur leur interaction.

Nous avons, ensuite, souhaité procéder à une étude quantitative afin de tester les hypothèses formulées à l'issue de notre étude qualitative. Cette étude confirmatoire a été menée sur un échantillon de 108 hauts dirigeants d'entreprises françaises cotées au SBF 120 pour l'année 2007.

### **3.3.2/ Fiabilité et validité de la recherche**

Toute recherche scientifique se doit de questionner la fiabilité et la validité des résultats obtenus lors de son aboutissement afin de pouvoir justifier de son caractère rigoureux et de sa possible réappropriation par d'autres chercheurs. Nous nous attarderons dans cette sous-partie à décrire la manière dont nous nous sommes assuré, tout au long de notre démarche empirique, du respect de ces critères pour garantir la qualité de nos travaux. Nous questionnerons, tout d'abord, la fiabilité de notre recherche avant de nous concentrer sur l'examen de sa validité.

#### *3.3.2.1 Fiabilité de la recherche*

Comme le précisent Drucker-Godard et al. (2003), « l'évaluation de la fiabilité de la recherche (c'est-à-dire la fiabilité des résultats de cette recherche) consiste à établir et à vérifier que les différentes opérations d'une recherche pourront être répétées avec le même résultat par des chercheurs différents et/ou à des moments différents ». Plusieurs critères permettent dès lors de juger de la fiabilité d'une recherche.

Le premier critère concerne la restitution détaillée par le chercheur des modalités de mise en œuvre de sa démarche empirique. Tant dans une approche de recherche qualitative que quantitative, le chercheur se doit de décrire le terrain/échantillon étudié, les outils de mesure ainsi que les méthodes de collecte et d'analyse des données mobilisés. Un regard du chercheur sur le positionnement qu'il a adopté sur le terrain est également porteur de valeur certaine. Nous nous sommes efforcé, tout au long de notre recherche, à décrire avec précision et en toute transparence nos différentes investigations empiriques à travers une restitution de la méthode, des outils ainsi que des données mobilisées. Nous avons également rendu compte de l'ordonnement logique des phases de collecte et d'analyse des données (Glaser et

Strauss, 1967). Si l'ensemble de ces éléments n'apparaît pas directement dans le corps du texte de la thèse pour des raisons de taille, ceux-ci sont cependant restitués en annexe.

Concernant les phases d'exploration qualitatives de notre recherche (cf. chapitre 3), plus spécifiquement, nous avons suivi les recommandations de Miles et Huberman (1994) reconnaissant une démarche de recherche qualitative comme fiable dès lors que celle-ci restitue en détail le processus d'investigation empirique qu'elle sous-tend notamment dans les phases d'analyse et de condensation des données. Ce critère a été respecté comme nous l'avons souligné précédemment. Notamment, nous avons explicité avec précision, notre méthode de traitement des données par analyse de contenu lexicale et thématique. Pour ce qui est de notre rapport avec les entreprises/répondants investigués, nous nous sommes assuré de la participation volontaire et sincère des acteurs à notre démarche. Nous avons écarté de notre analyse, par exemple, les entretiens de notre première étude de recherche qui avaient été menés auprès de dirigeants non nécessairement coopératifs. Des précautions prises dans la construction de notre guide d'entretien (intelligibilité des questions, prétest...) ainsi que dans les modalités de son administration contribuent également à garantir la fiabilité de nos résultats. Enfin, nous avons systématiquement fait valider nos résultats par les répondants tout comme nous avons sollicité des avis d'experts pour toute démarche de mesure et de condensation des données susceptibles de faire l'objet d'une appréciation subjective du chercheur.

Concernant notre démarche d'analyse quantitative, nous nous sommes assuré de la fiabilité de nos différents outils de mesure, formatifs comme réflexifs, par l'utilisation des outils appropriés et recommandés par la littérature.

#### *3.3.2.2. Validité de la recherche*

L'évaluation de la validité de la recherche cherche à s'assurer de la pertinence et de la rigueur des résultats obtenus (validité interne) ainsi que de la possible généralisation de ceux-ci (validité externe).

#### Validité interne de la recherche

La validité interne consiste à s'assurer de la pertinence et de la cohérence interne des résultats générés par l'étude. Le chercheur doit se demander dans quelle mesure son inférence est exacte et s'il n'existe pas d'explications rivales.

Pour le cas des recherches quantitatives, l'essentiel de la validité interne de la recherche va reposer sur la procédure de sélection de l'échantillon, mais aussi et surtout, sur la prise en compte d'un nombre de variables de contrôle suffisant pour pouvoir dégager des relations solides entre les variables. Lors de la mise en œuvre de notre étude quantitative, nous avons accordé un soin important au choix de nos variables de contrôle à partir des recommandations de la littérature mais également des résultats retirés de notre étude exploratoire. L'exhaustivité de notre modèle a été validée de manière externe par deux professeurs de notre laboratoire de recherche. Par ailleurs, le choix de travailler sur un échantillon de taille réduite mais offrant des organisations comparables entre elles a également constitué une garantie de la validité interne de notre démarche.

Concernant les phases exploratoires qualitatives de notre design, nous avons suivi les recommandations de Yin (1990) relatives à la validité interne de ce type de recherche. Comme pour l'amélioration de la fiabilité de nos travaux, nous avons décrit notre protocole d'investigation en détail pour rendre compte de notre cheminement. Nous avons également cherché à respecter le principe de saturation du terrain lors de la collecte des données, que ce soit par la fixation du nombre d'entretiens à effectuer ou du nombre de questionnaires à administrer. Nous avons également recherché l'acceptation interne/externe de nos résultats (Wacheux, 1996) par l'obtention de la validation des répondants ainsi que par la présentation de nos résultats à des experts du champ académique (conférence, publication, séminaire) ou professionnels (dirigeants et professeurs). Enfin, nous nous sommes assuré de la complétude des sources de données grâce à des méthodes de triangulation (notamment dans notre démarche qualitative), mais aussi de la cohérence interne du design de la recherche grâce à des discussions avec notre directeur de thèse.

### Validité externe

La validité externe d'une recherche examine les possibilités et les conditions de généralisation et de réappropriation des résultats de celle-ci. Notre thèse présente une recherche basée sur une démarche exploratoire. Son objectif n'est pas à proprement parler de

prétendre à une généralisation des résultats obtenus notamment du fait des exigences de contextualisation de notre sujet.

Cependant, les différentes études empiriques menées dans cette thèse se caractérisent par une grande connaissance du chercheur de son terrain. Ceci lui offre, notamment, un atout important pour questionner la dépendance contextuelle des résultats de sa recherche et de discuter des éléments généralisables et non généralisables émergents de celle-ci. Nous avons mené des discussions de cette nature à la fin de chacune des différentes parties de notre investigation empirique ainsi que lors de la discussion générale de nos résultats.

Dans la partie quantitative de notre démarche sur le terrain, l'utilisation importante de variables de contrôle et la possible transférabilité des modalités d'opérationnalisation des variables offrent des pré-requis suffisants pour pouvoir retirer de la recherche quelques résultats généralisables. Il en est de même des précautions mises en œuvre lors de nos études qualitatives pour le choix de la population et celui du terrain d'étude ainsi que dans la manière dont nous avons mesuré nos différents concepts.



### **Chapitre 3 : Etude exploratoire sur les politiques de rémunération des dirigeants d'entreprises cotées sur le marché français du SBF 120**

Notre étude exploratoire a été menée en deux étapes et par la mobilisation de différentes méthodes de recherche qualitatives. En effet, selon Giordano (2003, p.16), « les recherches qualitatives privilégient la profondeur de la description tandis que les recherches quantitatives se focalisent davantage sur les régularités par delà les diversités ». Dans un premier temps, nous présenterons, dans ce troisième chapitre, les méthodologies mobilisées dans cette recherche, afin d'exprimer l'intérêt de l'usage de deux études qualitatives. Dans un deuxième temps, nous introduirons les outils d'analyse de données utilisées et les résultats qui en découlent. Rappelons que ces études ont pour objectif de préciser nos propositions (chapitre 2) afin d'émettre les hypothèses de notre recherche en vue de tests ultérieurs. Dès lors, nous précisons et affinons nos propositions à l'aide de cette étude exploratoire qui permet un mécanisme de vérification et de reformulation d'hypothèses. Pour ce faire, cette étude exploratoire nous conduira à recueillir les perceptions des dirigeants eux-mêmes sur les déterminants supposés influencer leur rémunération à partir de ceux identifiés au sein de la revue de la littérature. Ce troisième chapitre se termine donc par une présentation des hypothèses définitives de la recherche.

Pour préciser ces hypothèses, deux études qualitatives ont été menées. Dans un premier temps, nous avons souhaité interroger les dirigeants en profondeur sur la problématique de leur rémunération pour les laisser librement s'exprimer sur cette question. Nous espérons, ainsi, faire émerger les principales interrogations et perceptions de ces derniers sur cette thématique. Cette première étape nous semblait intéressante car très peu d'études se sont intéressées à recueillir le point de vue des dirigeants sur ce point voire même la manière dont ils pouvaient traiter de cette question dans leur discours (notamment du fait du rôle souvent décrié de ces acteurs par les médias et le grand public ainsi que du fait des potentiels biais de désirabilité liés à l'étude de cette question). La méthodologie utilisée à partir d'entretiens semi-directifs est, par ailleurs, encore peu répandue dans le domaine de la finance, notamment sur le sujet (Eminet et al, 2009). Une dizaine de dirigeants ont été interrogés par ce biais. Dans un second temps, un échantillon plus large de dirigeants, une quarantaine, a accepté de répondre à un questionnaire abordant plus dans le détail des

éléments factuels du système de gouvernance et de rémunération des entreprises françaises cotées. Du fait du nombre restreint de répondants, ce questionnaire n'avait aucune prétention de généralisation mais d'exploration de la réalité vécue d'un certain nombre de dirigeants d'entreprises françaises cotées. Il complétait et enrichissait les éléments recueillis en recueillant librement les perceptions des dirigeants.

## **Section 1. Choix méthodologiques d'investigation**

La démarche méthodologique constitue une étape très importante dans notre recherche. Nous devons faire des choix d'orientation et justifier les motivations de ces choix. Le choix d'une méthodologie de recherche<sup>47</sup> est un travail stratégique et demande la réunion de certaines conditions. Selon Yin (2003), dans la recherche, le choix de la méthodologie dépend de plusieurs caractéristiques :

- La question de recherche ;
- La capacité du chercheur à influencer les événements à étudier ;
- La concentration de l'étude sur des événements contemporains.

Ainsi, la nature de l'objet de la recherche (Lincoln et Guba, 1985 ; Van Maanen, 1983) nous dirige vers le type d'études empiriques à choisir. Dans le cadre de notre recherche, l'étude qualitative initie une rencontre entre la théorie et la réalité (Wacheux, 1996) pertinente dans le cadre d'une démarche exploratoire. La rencontre sur le terrain permet notamment au chercheur d'affiner sa vision, au départ globale, du sujet étudié. En effet, Huberman et Miles (2003, p.11) précisent que les données qualitatives « permettent des descriptions et explications riches et solidement fondées de processus ancrés dans un contexte local (...), de respecter la dimension temporelle, d'évaluer la causalité locale et de formuler des explications fécondes (...), de mener à d'heureuses trouvailles et à de nouvelles intégrations théoriques ; elles permettent aux chercheurs de dépasser leurs *a priori* et leurs cadres conceptuels initiaux ». Wacheux (1996) renforce cette citation en précisant qu'un processus de recherche qualitatif permet de « comprendre le pourquoi et le comment des événements dans des situations concrètes » (p. 15). Une étude qualitative était donc appropriée pour faire émerger en contexte français les déterminants de la rémunération des dirigeants avant d'envisager leur test ultérieur sur le terrain. De plus, en cohérence avec notre positionnement épistémologique

---

<sup>47</sup> Selon Hlady-Rispal (2002) la méthodologie est « un ensemble de démarches générales structurées qui permettent d'étudier un thème de recherche. Ainsi les méthodologies établissent la façon dont on va analyser, découvrir, décrypter un phénomène » (p. 26).

(Allard-Poési et Maréchal, 1999 ; Miles et Huberman, 1999), nous nous accordons, ici, la possibilité d'effectuer un processus d'allers retours entre le terrain et la théorie pour nous assurer de la cohérence entre nos objectifs, notre objet d'étude ainsi que la théorie et la réalité capturée sur le terrain.

Dès lors, l'utilisation d'entretiens semi-directifs à l'aide d'un guide d'entretien (cf. annexe 1), en tant que mode de collecte des données, trouve une justification dans la nature exploratoire de la recherche, la nature des informations recherchées (notre population cible verbalise avec aisance et le statut de dirigeant nous assure une certaine connaissance et cohérence dans les propos recueillis) et la richesse de l'information potentiellement collectée (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007). Nous souhaitons, ici, aller plus loin que les études existantes sur la rémunération des dirigeants en contexte français en interrogeant ces acteurs sur cette question, souvent principalement étudiée à travers des études quantitatives. D'ailleurs Eminent et al (2009) envisagent en voie de recherche à leur étude, des entretiens qualitatifs auprès de dirigeants et administrateurs. Cet outil doit permettre de « saisir les justifications et arguments mobilisés par les dirigeants et administrateurs concernant la fixation de la rémunération, et de repérer les résistances de certains acteurs (Eminent et al., 2009, p.30). Nous souhaitons, ensuite, capturer certaines caractéristiques factuelles sur les systèmes de gouvernance et de rémunération de certaines entreprises françaises cotées ainsi que les ressentis de certains dirigeants sur leur marge de manœuvre quant à cette question. L'administration d'un questionnaire avait, ici, pour objectif de renforcer notre compréhension de notre objet de recherche sans volonté aucune de généralisation à ce stade. Adressé aux dirigeants, il complétait les données précédemment collectées à l'aide des entretiens semi-directifs. Cette première section vise à préciser nos échantillons, puis à présenter l'élaboration et le contenu des entretiens semi-directifs et questionnaires.

### 1.1/ Etude exploratoire qualitative par entretiens semi-directifs

Pour recueillir les perceptions des dirigeants sur leur rémunération nous avons choisi d'adopter une méthode de collecte des discours par entretiens semi-directifs. Nous nous situons dans la lignée des recherches de Dardour (2009) qui aborde l'importance d'une étude exploratoire, sur la rémunération des dirigeants, à partir, principalement d'une collecte d'entretiens semi-directifs réalisés par des journalistes. Ici, nous avons fait le choix d'interroger directement les principaux intéressés, à savoir les dirigeants pour les raisons

mentionnées précédemment. Nous avons ensuite traité les discours récoltés par une analyse de contenu lexicale et thématique. Nous présentons, ci-après, notre échantillon, la méthode de collecte de données par entretiens semi-directifs ainsi que la méthode de traitement de données mobilisée.

### **1.1.1/ De la population à l'échantillon de l'étude qualitative par entretiens semi-directifs**

La population que nous avons décidé d'interroger se constitue des plus hauts dirigeants exécutifs (président et/ou directeur général ou président du directoire) des entreprises françaises cotées au SBF 120. Nous souhaitons explorer les déterminants de la rémunération de ces acteurs puisque ce sont eux qui endossent en France la responsabilité du façonnement de la stratégie de l'entreprise. Leurs choix sont donc fondamentaux pour la performance de l'entreprise et ceux-ci se doivent d'être encadrés et guidés par des mécanismes incitatifs efficaces.

Notre population recouvrait, cependant, trois types de statuts différenciés des répondants. Nos répondants pouvaient, tout d'abord, revendiquer le titre de président-directeur général (P-DG) de l'entreprise. Ce dernier occupe la plus haute fonction dans une société anonyme (SA) fonctionnant avec un système moniste. Ses décisions, concernant le fonctionnement de l'entreprise, sont sous contrôle du CA et de l'assemblée des actionnaires. Le P-DG est élu et révocable « *ad nutum* » par le CA (à n'importe quel moment et sans indemnité). Dès lors, à son arrivée dans l'entreprise, il établit dans son contrat, des indemnités de départ (parachutes dorés) ainsi que sa retraite chapeau. Nos répondants pouvaient également avoir le titre de directeur général uniquement. Depuis la loi du 15 mai 2001, relative aux nouvelles régulations économiques, les SA peuvent dissocier les fonctions de DG et de président du CA. Enfin, dans le cadre d'une SA avec direction à l'allemande<sup>48</sup> (directoire/conseil de surveillance), le président du directoire représente la société dans ses rapports avec les tiers et endosse la responsabilité de conception de la stratégie, au même titre que le DG dans un système de gouvernance à conseil d'administration. Nous discuterons, ultérieurement, des possibles différences de statut citées ci-dessus sur la fixation de la rémunération des dirigeants (notamment quant à l'importance de leurs prérogatives et de leur contrôle).

---

<sup>48</sup> La direction « à l'allemande » est une dénomination reprise du Cozian et al. (2009).

Nous souhaitons, aussi, pour maximiser la validité interne de notre étude, choisir d'interroger des dirigeants appartenant tous au même marché des entreprises cotées à savoir le SBF 120. En effet, les dirigeants exerçant dans des structures à moindre capitalisation font face à des mécanismes incitatifs ainsi qu'à des modes et montants de rémunération différents de ceux des plus grandes entreprises françaises cotées. Les intégrer dans notre étude aurait ainsi réduit la cohérence des résultats obtenus et leur comparabilité. En revanche, nous avons cherché à diversifier le secteur d'activité des entreprises considérées ainsi que les caractéristiques des dispositifs de gouvernance implémentés pour suivre les recommandations de Guba et Lincoln (1989) préconisant de rechercher délibérément une variation maximale entre les entretiens (une fois les critères principaux de la population fixée). Cette diversité nous a permis de respecter le principe de richesse de contenu de nos entretiens et d'augmenter la validité externe de nos résultats.

Une fois la population fixée, nous avons cherché à sélectionner un échantillon de taille réduite n'ayant aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme, mais répondant à des critères de pertinence de la structure de la population compte tenu du problème spécifique de l'étude. Rappelons, cependant, que « la variété des cas ne peut jamais être totalement capturée et le choix des personnes interrogées ou le nombre d'entretiens est un compromis » (Evrard *et al.*, 2003, p. 59). Compte-tenu des difficultés à accéder aux dirigeants des plus grandes entreprises françaises cotées pour un entretien, nous avons choisi un échantillon de convenance. Néanmoins, la difficulté de la mise en relation a été réduite grâce aux informations disponibles dans *l'Annuaire du Pouvoir* publié par le magazine l'Expansion. Cet annuaire nous a permis d'accéder (par téléphone ou courriel) directement aux secrétaires de direction. L'objet de notre recherche, à savoir les politiques de rémunération des entreprises françaises cotées, leur a été exposé par téléphone. Suite à cette première approche, un courriel d'explications détaillées de notre recherche leur a été fourni. Contrairement à nos attentes, nous avons réussi à obtenir plus facilement des entretiens avec les dirigeants exécutifs des entreprises cotées au CAC 40, que ceux du SBF 120. Au total, douze dirigeants ont répondu à notre étude (taux de réponse d'environ 15% si l'on tient compte des données manquantes). Le nombre d'entretiens à effectuer n'a pas été fixé a priori mais défini selon un principe de saturation sémantique. Il s'agit de déterminer l'entretien à partir duquel nous observons un certain tassement de l'information recueillie. La taille de notre échantillon a été déterminée à partir du critère de saturation. Selon les recommandations de Lincoln et Guba (1985), nous avons jugé la saturation atteinte lorsque l'ensemble des thématiques évoquées

par les répondants n'était plus renouvelée et que les nouveaux faits trouvent immédiatement une classification. Ainsi, la régularité dans les réponses obtenues induit vers des effets de saturation. En ce qui concerne notre étude, nous avons constaté qu'à partir du dixième entretien le nombre marginal de thèmes nouveaux recueillis rencontre une forte baisse. Nous avons rajouté deux entretiens supplémentaires afin de confirmer la saturation.

Le tableau ci-après présente l'échantillon d'étude et les principales caractéristiques des dirigeants interrogés.

Tableau 3. Présentation de l'échantillon des entretiens

Secteur d'activité	Nombre de personnes interrogées	Position hiérarchique	Age	Ancienneté au poste	Ancienneté dans l'entreprise	Indice boursier
Agroalimentaire	3	DG	48 ans, NC et 61 ans	4 ans, 32 ans et 9 ans	4 ans, 32 ans et 14 ans	2 SBF 120 et 1 CAC 40
Bâtiment et travaux publics	1	P-DG	67 ans	10 ans	10 ans	CAC 40
Hôtellerie	1	DG	54 ans	3 ans	3 ans	CAC 40
Métallurgie	1	DG	NC	2 ans	9 ans	SBF 120
Pharmaceutique	2	PD	NC	12 ans et 9 ans	15 ans et 11 ans	SBF 120
Services	1	DG	54 ans	4 ans	10 ans	CAC 40
Télécommunications	1	P-DG	49 ans	3 ans	3 ans	CAC 40
Transport	2	P-DG	50 ans et 49 ans	13 ans et 4 ans	13 ans et 13 ans	SBF 120
<b>Total / Moyenne</b>	<b>12</b>	-----	-----	-----	-----	-----

P-DG : Président-Directeur Général

DG : Directeur Général

PD : Président du Directoire

NC : Non Communiqué

### 1.1.2/ Méthodologie de collecte des données par entretiens semi-directifs

Selon Denzin et Lincoln (1998), « l'entretien est l'un des outils privilégiés pour la recherche qualitative ». Cela permet de faire ressortir les variables les plus importantes pour la description et l'analyse de l'objet de recherche. La méthode de l'entretien individuel est privilégiée, dans notre travail de recherche, par rapport aux réunions de groupe qui, selon Fern (1982), exercent une pression, diminuent la spontanéité dans les éléments de réponses. De plus, les représentations individuelles des dirigeants sont à l'origine des décisions et actions menées dans l'entreprise et sont essentielles à appréhender (Allard-Poesi et al., 1999; Duboys, 2007). Par ailleurs, nous avons choisi de procéder à des entretiens semi-directifs centrés dans le but de recueillir les données qualitatives nécessaires à notre étude. Selon Romelaer (2005, p.102), « l'entretien semi directif centré réalise un compromis souvent optimal entre la liberté d'expression du répondant et la structure de la recherche. Le répondant s'exprime sur les thèmes qu'il souhaite aborder et dans son propre langage : la directivité de l'entretien est donc réduite. Le chercheur en retire deux éléments :

- des informations sur ce qu'il recherche *a priori* ;
- et des données auxquelles il n'aurait pas pensé (données issues du terrain) ».

Les réponses obtenues des répondants, par le biais des entretiens semi directifs, délivrent une quantité et qualité d'information meilleures que celles des entretiens directifs. A travers, la méthode des entretiens semi directifs, nous évitons « les réponses formatées », nous conservons la spontanéité des réponses données lors des entretiens (Wacheux, 1996). Par rapport aux entretiens non-directifs, les entretiens semi-directif permettent, en revanche, de guider le répondant et d'obtenir des réponses plus ciblées et cohérentes avec la problématique de la recherche et les propositions développées à l'issue de la revue de la littérature (Figure 1).

Figure 1. Degrés d'exploration et d'intervention

Auteur : Gavard-Perret et al., 2008

Les entretiens semi-directifs se déroulent à partir d'un guide d'entretien souple qui est prédéfini (Evrard, et al., 2003). Le guide d'entretien est « l'inventaire des thématiques à aborder au cours de l'entretien et des données de fait qui, à un moment ou un autre de l'échange, feront l'objet d'une intervention de l'enquêteur si l'enquêté ne les aborde pas spontanément » (Freyssinet-Dominjon, 1997, p.96). La présence d'un guide d'entretien permet de centrer le discours des répondants, tout en augmentant de degré de crédibilité des

réponses fournies. Selon Evrard et al., (2003), il ne devrait comprendre que cinq à six thèmes au total. La construction de ce guide d'entretien s'est effectuée autour de questions que nous nous sommes posé sur la nature des déterminants pouvant impacter la rémunération des dirigeants. Les thèmes composant notre guide d'entretien étaient principalement les suivants :

- Position des dirigeants, fonction et caractéristiques personnelles ;
- Nature et niveau de rémunération ;
- Perception des dirigeants sur leur rémunération ;
- Mécanismes de fixation de la rémunération ;
- Mécanismes de gouvernance et données contextuelles.

La méthodologie des entretiens semi-directifs impose le respect de plusieurs principes (Huberman et Miles, 2003 ; Thiétart, 1999). Dans un premier temps, il est indispensable d'aborder l'ensemble des thèmes initialement prévus dans le guide d'entretiens. Néanmoins, « l'ordre dans lequel les thèmes sont abordés n'a pas d'importance » (Baumard et al., 1999, p 236). Ils peuvent, par ailleurs, être complétés d'idées intéressantes, émises par les répondants, auxquels nous n'aurions pas pensé lors de la conception du guide d'entretien. Lors de la réalisation des entretiens, nous avons cherché à adopté le niveau de vocabulaire ainsi que le jargon mobilisé par les dirigeants. Par ailleurs, lorsque les réponses aux questions étaient trop brèves, limitées à un « oui » ou un « non », nous avons suivi les conseils d'Helme-Guizon et Gavard-Perret (2007), en reprenant dans quelques cas les éléments essentiels de la question posée dans la réponse. Nous avons essayé de faire preuve d'attention sans induire les réponses attendues. L'écoute du chercheur s'interprète, ainsi, par des attitudes, notamment des acquiescements de la tête, ou en posant des questions de relance en cohérence avec nos thèmes ou encore en reformulant les propos de l'interviewé (Pellemans, 1999).

Pour pouvoir traiter les discours collectés, nous avons choisi d'enregistrer les entretiens réalisés en informant au préalable les répondants (Pellemans, 1999). A l'issue de certains entretiens, les enregistreurs coupés, il est cependant arrivé que des informations importantes aient été données par les répondants. Nous les avons alors retranscrites de manière manuscrite à partir d'une prise de notes. L'ensemble des entretiens a été intégralement retranscrit. La durée de ces entretiens a varié de quarante cinq minutes à une heure et ont eu lieu au cours du premier semestre, de janvier à juin, de l'année 2009. Par ailleurs, De Singly (1992) préconise d'expliquer aux répondants que le chercheur est indépendant et ne reçoit aucune rémunération ou avantages à mener la recherche de la part de



son organisation d'appartenance, si ce n'est l'autorisation de conduire des entretiens. La confidentialité des données recueillies a bien été précisée auprès de chaque répondant. Etant donné l'aspect stratégique et confidentiel des propos, nous avons dû garantir l'anonymat à nos interviewés et à leur entreprise.

### **1.1.3/ Méthodologie de traitement des données récoltées par entretiens semi-directifs**

Nous avons choisi de traiter nos données par une analyse de contenu thématique et lexicale. L'analyse lexicale nous permettait de repérer les particularités du lexique intéressantes à relever dans le discours des dirigeants lorsque ceux-ci s'expriment spontanément sur leur rémunération. L'analyse thématique venait, elle, enrichir l'analyse lexicale en s'intéressant au sens du discours à travers l'identification de thèmes principaux et de leurs relations. Ces différentes méthodes de traitement des discours appellent à une analyse quantitative de ceux-ci. A ce sujet, Giannelloni et Vernet (2001) poursuivent en précisant que « les analyses textuelles enrichissent l'approche qualitative par une lecture quantifiée des données, tout en respectant les spécificités de l'investigation en profondeur ».

L'ensemble de ces traitements a été mené grâce au logiciel « Sphinx Lexica » permettant de réaliser de manière automatique les traitements suscités. Nous avons choisi d'utiliser un logiciel d'analyse de données afin de dévoiler des éléments et caractéristiques pouvant être omis lors d'une analyse de contenu manuelle (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2004).

#### *1.1.3.1. Analyse de contenu lexicale et thématique*

A travers la mise en œuvre d'une analyse de contenu, notre objectif est de quantifier dans le discours des répondants l'importance accordée à des mots ou à des thèmes. Cela constitue une préparation à la formulation d'hypothèses. Selon Thiétart (2007, p.502), les « techniques d'analyse de contenu reposent sur le postulat que la répétition des éléments de discours (mots, expressions ou significations similaires) révèlent les centres d'intérêts et les préoccupations des acteurs ». Par ailleurs, selon Berelson (1952) « l'analyse de contenu est une technique de recherche pour la description objective, systématique et quantitative du contenu manifeste des communications ayant pour but de les interpréter »<sup>49</sup>. Cette analyse de contenu s'inscrit dans une phase exploratoire de recherche. Par ailleurs, selon Mucchielli

---

<sup>49</sup> Traduction de Bardin (2003).

(2006, p.24) « elle se veut une méthode capable d'effectuer l'exploitation totale et objective des données informationnelles ».

Dans la pratique, l'analyse de contenu recouvre un ensemble de techniques. On distingue l'analyse syntaxique et l'analyse lexicale qui se font, à partir de la construction de discours et des unités de vocabulaire et l'analyse thématique qui se fait à partir des unités de sens. Evrard et al., (1993) présentent l'analyse de contenu comme un ensemble de techniques qu'ils décrivent à l'aide du tableau ci-dessous :

Tableau 4. Les différents types d'analyse de contenu

Type d'analyse	Exemples d'indicateurs
Analyse syntaxique	Structure du discours Ex: temps et modes des verbes
Analyse lexicale	Nature et richesse du vocabulaire Ex: fréquence d'apparition des mots
Analyse thématique	Découpage par thème et fréquence d'apparition

Source : Evrard et al, 1993.

Pour traiter les discours, une analyse lexicale a été utilisée, tout d'abord, pour identifier les éléments les plus cités dans le corpus et repérer les principaux segments répétés. Nous nous sommes principalement intéressés au vocabulaire employé par les dirigeants tant quant aux noms, qu'aux pronoms ou verbes usités pour parler de la problématique de la rémunération. Nous nous sommes uniquement focalisés sur les éléments prégnants et distinctifs du lexique susceptibles de révéler des informations riches et interprétables sur les perceptions des dirigeants par rapport à notre objet de recherche. Notre objectif était de quantifier dans le discours des répondants des occurrences d'apparition de certains mots.

Puis, une analyse thématique a été appliquée dans le but de déterminer les principaux thèmes du discours des répondants voire même leurs possibles relations (Ganassali, 2008). A travers celle-ci, le thème, c'est-à-dire l'unité de signification, est l'unité de découpage, de codage puis d'analyse. Ici, l'objectif n'est pas, en effet, de s'intéresser à la structure du discours des répondants (énonciation) ou au vocabulaire employé (énoncé lexical) mais plutôt

de capturer des représentations au travers des thèmes majeurs abordés par ceux-ci. L'analyse de contenu thématique consiste ainsi à découper le texte en unités d'analyse de base, ici le thème, à regrouper ces unités en catégories homogènes, puis à comptabiliser selon des règles préétablies leurs fréquences d'apparition. Cette analyse catégorielle vise à condenser les données en regroupant les objets similaires sous une classe commune (Strauss et Corbin, 1998). Cette condensation est généralement présentée sous forme de codage des données qualitatives. Dans le cas présent, l'objet de notre analyse est de confirmer les éléments identifiés lors de la revue de la littérature et de faire ressortir des questionnements nouveaux qui compléteraient ceux qui ont déjà été mis en perspective par notre deuxième chapitre. Aussi, les catégories de notre analyse thématique ont été majoritairement définies à partir de la revue de la littérature. Cependant, dans un souci d'exhaustivité et d'ouverture nécessaire à toute démarche exploratoire, nous nous sommes laissés la possibilité de voir apparaître des catégories émergentes.

Les analyses ont été conduites comme suit. Dans un premier temps, nous avons préparé les données pour pouvoir les analyser. Nos entretiens ont été, tout d'abord, intégralement retranscrits dans un document World converti au format .txt, requis par le logiciel. Ensuite, la dernière démarche nécessaire à la préparation du corpus a été de choisir le mode de structuration du corpus. Le mode de structuration choisi permet, en effet, de « caractériser chaque document de manière plus ou moins fine à l'aide de données relatives à l'origine du document (année), ou aux répondants (âge), ou encore à la situation de communication (lieu) et de distinguer si besoin, les questions des réponses ou les thèmes abordés » (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007). Nous avons notamment choisi de baliser notre corpus à l'aide des variables les plus supposées induire de la variance dans nos résultats. Dès lors, nos entretiens ont été caractérisés (cf. figure 2) par la catégorie socioprofessionnelle du répondant, l'ancienneté au sein de l'entreprise, l'ancienneté au poste, la taille de l'entreprise et le secteur d'activité de l'entreprise (cf. tableau 3).

Figure 2. Extrait du corpus balisé

<p><i>&lt;Entretien&gt; 7</i></p> <p><i>&lt;Catégorie&gt; P-DG</i></p> <p><i>&lt;Ancienneté au sein de l'entreprise (années)&gt; 10</i></p>
---

<Ancienneté à ce poste (années)> 10

<Année de naissance > 1944

<Taille de l'entreprise> CAC40

<Secteur d'activité> BTP

<Q> Décrivez moi votre système de gouvernance ?

<R> Par définition, le management d'une entreprise est payé pour maximiser la shareholder value. Donc, a priori, mon objectif est de maximiser l'intérêt de l'actionnaire à long terme, mais à court terme, je peux très bien faire une opération qui est importante pour une communauté locale, parce que sinon on ne me renouvellera pas mes droits. Nous sommes payés pour maximiser la shareholder value à long terme.

Dans un seconds temps, nous avons procédé à une lemmatisation du discours permettant de supprimer des analyses les différents mots de liaisons et ainsi que les différents temps ou terminaisons dans le discours pour simplifier le traitement des données. Ensuite, nous avons procédé à un comptage des occurrences d'apparition des mots dans le discours. Enfin, nous avons créé des dictionnaires thématiques permettant le regroupement de mots et phrases afin de dégager des occurrences d'apparition de différents thèmes dans le discours. Enfin, l'introduction de « balises » au début de chaque entretien permettant de caractériser le contexte de l'entretien et/ou le répondant nous a donné la possibilité de comparer le lexique et les thèmes utilisés par les répondants en fonction de critères spécifiques.

#### 1.1.3.2. Choix d'un logiciel d'analyse des données : Sphinx Lexica

Pour mener nos analyses, nous avons eu recours à un logiciel permettant de traiter de manière automatique les données. Le progrès informatique « aide le chercheur pour des opérations d'analyse proprement dites, comme la catégorisation » (Bardin, 2003, p. 178). Selon Gavard-Perret et al (2008), il est possible de classer les logiciels sur deux groupes :

- CAQDAS<sup>50</sup> (anglo-saxonne) ;
- ADT<sup>51</sup> (européenne).

Le premier groupe (CAQDAS) comprend les logiciels tels que Wordmapper, N'Vivo, etc... La grande majorité des thèses en finance (Khemiri, 2009; Ben Flah, 2011) utilisent le logiciel « N'Vivo 0.2 ». Celui-ci a pour caractéristique d'être simple d'utilisation et efficace dans la réalisation de codage thématique de corpus de grande taille. L'atout principal de N'Vivo est

<sup>50</sup> Computer Assisted Qualitative Data Analysis.

<sup>51</sup> L'ADT est l'Analyse de Données Textuelles automatisées.

l'automatisation du codage, permettant ainsi l'obtention d'une liste de codes, appelés des « nœuds ». Ces nœuds sont articulés sur des arbres hiérarchiques qui permettent au chercheur une grande efficacité dans le traitement des données. N'VIVO considère la phrase (voire même le paragraphe) et leur enchaînement pour étudier les discours. L'idée est de capturer le sens du discours au travers de grandes thématiques. Néanmoins, N'Vivo ne possède pas, contrairement à Sphinx Lexica, de dictionnaires, ni de lemmatiseurs (Gavard-Perret et al., 2008). Le second groupe (ADT) parmi lequel nous retrouvons Sphinx Lexica, Alceste, Tropes et d'autres, sont également appropriés aux recherches en sciences de gestion et permettent une analyse plus approfondie des discours. Nous avons d'ailleurs privilégié l'utilisation de Sphinx Lexica car ce logiciel permet, de manière progressive, de développer et redéfinir des index de mots ou de thèmes permettant, ainsi, de mener les deux types d'analyses que nous souhaitons effectuer.

## 1.2/ Etude exploratoire qualitative par questionnaires

A travers notre première étude exploratoire par entretiens semi-directifs, nous avons déjà recueilli de précieuses indications concernant la précision de propositions de recherche en termes de représentations des dirigeants. Nous enrichissons, à ce stade, la recherche sur les politiques de rémunération des dirigeants d'entreprises françaises cotées qui, de manière générale, ne sont appréhendées qu'à travers d'études quantitatives. Cependant, pour renforcer encore notre compréhension de la problématique de recherche et pour valider nos hypothèses de manière définitive, nous avons souhaité prolonger notre étude qualitative par l'administration d'un questionnaire auprès d'une population de recherche comparable à celle mobilisée dans nos entretiens. Si le questionnaire est traditionnellement utilisé dans le but de générer des résultats statistiquement représentatifs, il est ici mobilisé de manière qualitative et contribue à la compréhension globale du phénomène étudié. Il ne vise pas la représentativité mais plutôt la recherche de critères supplémentaires de validation de nos hypothèses (avant que celles-ci ne soient testées). L'administration d'un questionnaire permettait notamment de quantifier des éléments plus factuels, au-delà de représentations, sur des éléments tangibles parfois non abordés spontanément dans le détail par les dirigeants comme, par exemple, certaines spécificités de leurs systèmes de gouvernance. Comme le précise De Singly (1992, p.27), « la différence fondamentale entre l'entretien semi-directif et le questionnaire se situe dans les façons de procéder au double mouvement de conservation/élimination. Dans

l'entretien, c'est surtout la personne interrogée qui est maîtresse de ce choix alors que, dans le questionnaire, l'individu doit répondre dans un cadre fixé à l'avance par le spécialiste. »

Nous présenterons successivement dans cette section : l'échantillon de l'étude, l'administration du questionnaire, sa construction ainsi que la méthode adoptée pour le traitement des réponses obtenues.

### **1.2.1/ Echantillon de l'étude exploratoire par questionnaires**

Conformément aux objectifs de notre recherche, notre étude qualitative par questionnaires a été conduite sur une population similaire à celle que nous avons sélectionnée pour la réalisation de nos entretiens semi-directifs. Concernant notre échantillon, nous le voulions acceptable pour pouvoir obtenir des résultats riches et fiables tout en tenant compte des difficultés à obtenir des réponses de la part des plus hauts dirigeants français et du non-objectif de généralisation de cette phase de notre recherche.

Nous avons donc fait parvenir notre questionnaire à tous les plus hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées au SBF 120. Une fois de plus, les contacts de ceux-ci ont été obtenus grâce à l'annuaire du pouvoir et les dirigeants ont été contactés selon la même procédure que celle explicitée pour les entretiens semi-directifs. Afin d'optimiser le taux de réponse à notre enquête, nous avons rédigé avec le plus grand soin le courrier d'accompagnement invitant la personne ciblée à répondre à l'enquête (cf. figure 3). Dans ce courrier figure l'utilité de l'étude, le thème et le contexte de celle-ci (Ganassali, 2009). Nous avons transmis les coordonnées du directeur de thèse, à contacter en cas de question. Enfin, en guise de rétribution, nous avons proposé aux répondants de recevoir les résultats de notre enquête. Selon Ganassali (2009), les rétributions augmentent la probabilité de réponses entre 20 à 30%. De plus, afin de rassurer nos répondants, nous avons insisté sur le caractère confidentiel de l'étude et sur le respect de l'anonymat des personnes interrogées (pas d'individualité dans l'interprétation des résultats). Enfin, nous avons insisté sur le faible niveau d'effort à consentir par le répondant (Ganassali, 2009).

Figure 3. Courrier d'accompagnement

Bonjour,

Dans le cadre de mon doctorat, je réalise une enquête en ligne. Cette étude porte sur les

caractéristiques des rémunérations des dirigeants et leurs déterminants. Je vous propose le questionnaire de ma recherche et je vous serais très reconnaissante des réponses que vous pourrez fournir au questionnaire suivant. Pour ce faire, cliquez sur le lien <http://www.sphinxonline.net/gouvernance/PerformRemun/index.htm?aspxid=O9rgRJhv36lwhIqV42stBo4AD/rcoqe&&key=IIJ-DXJEXCAKZL> La session durera cinq à six minutes. Je m'engage à n'utiliser vos coordonnées uniquement pour cette étude. Par ailleurs, vos réponses demeurent anonymes et confidentielles.

Note importante : Si vous appartenez à un Groupe, les questions suivantes se rapportent au Groupe et aux dirigeants de ce Groupe ou si vous appartenez à une entreprise (par exemple : filiale d'un groupe) les questions suivantes se rapportent à cette entreprise et aux dirigeants de cette entreprise.

Pour tout renseignement sur cette enquête, n'hésitez pas à contacter mon directeur de thèse Patrick Rousseau par mail : [patrick.rousseau@iae-aix.com](mailto:patrick.rousseau@iae-aix.com)

Je vous remercie par avance de votre aide qui me sera fort précieuse et je vous prie de recevoir mes meilleures salutations.

Anne Amar (06-11-552-552), les professeurs Pierre Batteau et Patrick Rousseau

PS : Si vous souhaitez recevoir les résultats de ce sondage, merci de nous le signaler par retour de mail. De plus, vous n'êtes pas obligés de répondre à toutes les questions.

A partir de notre contact initial et de nos différentes relances, nous avons ainsi construit un échantillon de convenance satisfaisant puisque nous obtenons, au final, 44 répondants. Nous n'aurions pu, ici, utiliser une méthode d'échantillonnage plus sophistiquée pour la constitution de notre échantillon compte-tenu des difficultés d'accès à notre population cible.

### **1.2.2/Administration du questionnaire**

Les enquêtes en ligne constituent même une méthode de premier choix (Ganassali, 2007), notamment en Sciences de Gestion. Cette méthode permet notamment une identification précise des répondants, une grande facilité et le caractère ludique du processus de réponse et la possibilité de récolter un nombre important de données en un temps réduit. La diffusion d'une enquête en ligne peut s'opérer généralement selon deux modes : depuis un site internet ou à travers un e-mailing. Dans le cadre de notre étude, nous choisirons d'opérer, dans un premier temps, à partir du procédé d'e-mailing qui permet de rédiger un message

personnalisé aux répondants avant de les diriger par un lien vers un questionnaire en ligne. L'e-mailing présente l'avantage d'attribuer un identifiant à chaque destinataire afin d'éviter que celui-ci ne réponde plusieurs fois. L'e-mailing gère aussi les relances sur les non répondants et permet de suivre le déroulement de l'enquête (Ganassali, 2007).

Dès lors, à partir du logiciel Le Sphinx-Developpement, nous avons choisi la formule « Déclic APS » qui propose une création de son questionnaire Web, la diffusion l'enquête par mail, la consultation des réponses en temps réel et l'analyse des résultats de l'enquête. Ainsi, le chercheur dispose de nombreux indicateurs lui permettant le suivi de son enquête, notamment le taux de réponses global et la localisation des abandons. La totalité de la collecte des données s'est étendue de février à juillet 2009.

### **1.2.3/ Construction du questionnaire**

La conception d'un questionnaire exige beaucoup de rigueur, ainsi qu'une certaine méthodologie à respecter. Selon De Singly (1992, p.28), l'enquêteur doit « définir à l'avance, au moins de façon provisoire, les notions qui seront au centre de l'enquête afin d'en trouver les bons indicateurs. » Il précise, par ailleurs, que les questions les plus pertinentes, du point de vue de la problématique, doivent apparaître en milieu-fin de l'enquête (De Singly, 1992). Ici, notre questionnaire visait principalement, pour finaliser nos hypothèses, à récolter l'opinion des dirigeants sur :

- La nature de la rémunération des dirigeants ;
- L'influence des mécanismes de gouvernance ;
- L'influence de la performance de l'entreprise.

Les questionnaires visaient, également, à recueillir plusieurs informations personnelles susceptibles de les caractériser (cf. annexe 2).

Plusieurs types de questions peuvent être inclus dans un questionnaire. Une distinction est, tout d'abord, à opérer entre des questions de « fait » (éléments tangibles) et des questions d' « opinion » (avis personnel). Malgré la porosité de cette classification (De Singly, 1992), nous avons inclus les deux types de questions pour obtenir des résultats plus riches. Dans un deuxième temps, nous avons arbitré entre l'utilisation de questions ouvertes (libre expression) et fermées (choix limités et prédéfinis), car « les réponses dépendent en partie de la forme des questions » (De Singly, 1992, p.72). Afin d'éviter les désagréments, existant au niveau des questions ouvertes et fermées, De Singly (1992) propose un « compromis » permettant



d'avoir les deux catégories de questions mélangées. Toutefois, il est conseillé de privilégier les questions fermées. Ainsi, notre questionnaire est principalement composé de questions fermées permettant de répondre précisément à la question posée et de faciliter les traitements ultérieurs. Nous avons, cependant, également inclus quelques questions ouvertes permettant des éléments d'information complémentaires plus fournis et détaillés.

Par ailleurs, nous avons choisi de ne formuler aucune question en deux temps (avec un *filtre intermédiaire*) car nous ne voulions pas alourdir la lecture du questionnaire et souhaitons faciliter l'usage de celui-ci (Evrard et al., 2003). Le filtre consiste à effectuer des renvois pour sauter des questions et aller plus loin dans le questionnaire en fonction de la réponse à une question filtre (Evrard et al., 2003 ; Ganassali, 2009).

Nous terminons notre enquête avec la fiche signalétique du répondant permettant une description de l'individu, tout en respectant l'anonymat de ce dernier (Evrard et al, 2003). De plus, la question (n°15) de notre questionnaire confirme le statut de notre répondant (cf. figure 4). Celle-ci est indispensable pour exploitation des enquêtes. Dans l'hypothèse où le répondant coche « Autres », le questionnaire n'a pas été exploité dans notre étude. De plus, nous avons vérifié que le nom qui figure sur le mail de réponse correspond à celui du dirigeant contacté au préalable.

Figure 4. Statut du répondant

Question 15 : Quelle est votre fonction au sein de l'entreprise ?	
1. Président / Directeur Général ; Président du Directoire	2. Autres

Par ailleurs, selon Schuman et al. (1983, p.114), il est indispensable de maîtriser l'ordre des questions, afin d'éviter des biais liés à « une recherche de cohérence que les individus veulent donner d'eux mêmes ». Il est, par exemple, vivement recommandé de placer les questions sur les déterminants sociaux, l'identité du répondant, en fin d'enquête (De Singly, 1992) et ce en procédant selon *le modèle de l'entonnoir* (Evrard et al., 2003 ; Ganassali, 2009). Par ailleurs, les questions d'ordre général, concernant le fonctionnement de l'entreprise, figurent en première partie de l'étude. En revanche, les questions susceptibles d'avoir un lien étroit avec la problématique apparaissent dans la dernière partie de l'enquête (qui précède l'identité du répondant).

Avant de lancer l'enquête et pour nous assurer de la bonne intelligibilité de nos questions, nous avons réalisé un pré-test de notre questionnaire. Nous avons donc rédigé un projet de questionnaire, appelé « pilote », testé ensuite sur un échantillon pour vérifier la compréhension de chaque question (Vernette, 2006). Des professeurs de l'IAE d'Aix-en-Provence ainsi que des doctorants ont accepté de répondre au questionnaire. Suite au pré-test, nous avons interrogé les répondants sur « la perception qu'ils en ont eue : la durée, la clarté des questions, la difficulté éventuelle pour répondre à certaines interrogations (...) » (Ganassali, 2009). A partir des différents commentaires, des modifications ont été apportées, notamment sur la longueur des questions<sup>52</sup>. Toutefois, nous avons choisi de conserver volontairement la longueur de certaines questions afin que certains concepts soient clairement compris par nos répondants. Nous avons aussi vérifié que la formulation des questions n'impliquait pas de biais dans les réponses possibles de dirigeants (ex : utilisation de double négations ou tournures imprécises).

#### **1.2.4/ Traitement des données récoltées par questionnaires**

Les données ont été traitées de manière simple en produisant des statistiques descriptives. Des méthodes plus abouties de traitement de données, notamment par tris croisés, auraient été peu appropriées compte tenu de la taille réduite de notre échantillon (44 questionnaires exploitables). A partir de ces statistiques descriptives, nous avons généré un certain nombre de graphiques. Les graphiques servent, alors, à illustrer visuellement les données ainsi que les relations entre plusieurs variables (le cas échéant).

## **Section 2/ Résultats des études qualitatives par entretiens semi-directifs et questionnaires**

Cette section deux sera consacrée à la présentation des résultats de nos deux études qualitatives. Nous présenterons, de manière séparée, les résultats de chacune d'entre elles avant de dresser la synthèse de leurs apports pour la suite de notre recherche.

### **2.1/ Résultats de l'étude qualitative par entretiens**

---

<sup>52</sup> Payne (1951) recommande une longueur maximale de 20 mots par question.

Dans cette sous-section, nous rentrerons, tout d'abord, dans le détail de la méthodologie d'analyse de nos entretiens. Ensuite, nous en présenterons les principaux résultats.

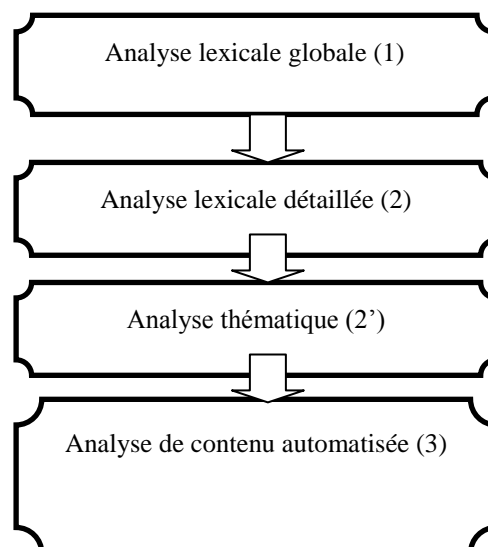
### 2.1.1/ Méthode d'analyse des entretiens semi-directifs

L'analyse de contenu de nos entretiens a été réalisée en trois étapes. Celles-ci paraissent linéaires, mais en pratique « l'analyse de contenu détaillée consiste en un processus itératif » (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007) :

- Analyse lexicale globale du corpus (1) produisant des indicateurs statistiques relatifs aux propriétés générales du corpus et dont le but est de réaliser une première vue d'ensemble du corpus (Lebart et Salem, 1994) ;
- Analyse lexicale détaillée du corpus (2) réalisée par le biais de l'analyse des segments répétés, des lexiques relatifs ainsi qu'à partir de la création de dictionnaires ou de thématiques (2') ;
- Analyse de contenu automatisée (3) orientée par le guide d'entretien de l'enquêteur et reposant sur le cadre théorique de la recherche.

La figure 5 ci-après illustre les étapes de la démarche d'analyse de contenu. Nous présenterons, dans les sous-sections suivantes, les résultats des différentes étapes de l'analyse de contenu menée.

Figure 5. Etapes de la démarche d'analyse de contenu



Source : Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007

### 2.1.2/ Résultats de l'analyse lexicale globale

L'analyse lexicale globale consiste à déterminer les caractéristiques statistiques du corpus (taille, richesse, mots les plus fréquents, etc.) (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007). Il existe trois formes de lexique : le lexique brut, le lexique réduit et le lexique lemmatisé (Ganassali, 2008). Le lexique brut regroupe tous les mots cités dans le corpus. Selon Gavard-Perret et Moscarola (1998), le lexique réduit, proposé par Sphinx Lexica, élimine les mots grammaticaux ou « mots-outils » comme les articles (le, la, les, un etc.), les pronoms (je, tu, me, celui, ce etc.), les adverbes (non, plus, ainsi, beaucoup etc.), les prépositions (dans, pour, de, avec, sans etc.) ou encore les conjonctions (mais, et, or, etc.) sans altérer le sens général du message. Néanmoins, le *choix définitif* de ces mots outils, à éliminer, reste celui du chercheur (Gavard-Perret et al, 2008). Le lexique lemmatisé ramène chaque mot à sa racine grammaticale. Ainsi, lemmatiser le lexique consiste à simplifier le corpus en réduisant le singulier et le pluriel d'un nom à son singulier, toutes les formes d'un adjectif à leur masculin singulier et toutes les formes conjuguées d'un verbe à leur infinitif (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007 ; Ganassali, 2008). La figure 6 ci-après présente un exemple de lemmatisation produite à partir de notre corpus.

Figure 6. Exemple de lemmatisation

**Corpus d'origine** : *On essaie de concilier la valeur actionnariale à la valeur partenariale. On n'est pas dans une démarche de maximisation à outrance de profits purement financier ou voir de la valeur de l'action, trading sans tenir compte de tout l'environnement.*

**Après lemmatisation\*** : *essayer\_V\_ concilier\_V\_ valeur\_N\_ n\_N actionnariale\_I\_ valeur\_N\_ n\_N partenariale\_I\_ I\_ P n\_N n\_N être\_V\_ pas\_N\_ b\_N démarche\_N\_ n\_N maximisation\_N\_ n\_N à\_outrance\_B\_ b\_N profit\_N\_ n\_N purement\_B\_ b\_N financier\_A\_ avoir\_V\_ voir\_V\_ valeur\_N\_ n\_N l\_N\_ n\_N action\_N\_ n\_N, Trading\_P\_ p\_N tenir\_compte\_V\_ compte\_N\_ n\_N tout\_A\_ b\_N l\_N\_ n\_N environnement\_N.*

\* Formes lemmatisées : N pour nom ; V pour verbe ; A pour adjectif ; I pour Inconnu.

Quelques extraits de lexiques de notre corpus avec les nombres d'occurrences pour chaque mot sont présentés ci-dessous (tableau 5).

Tableau 5. Lexique et occurrences

Lexique brut		Lexique réduit		Lexique lemmatisé	
De	1493*	On	539	rémunération	205
à	1047	entreprise	200	actionnaire	151
est	936	rémunération	168	entreprise	141
la	847	très	119	très	119
des	651	dirigeants	102	dirigeant	113
l	623	groupe	96	groupe	104
le	594	actionnaires	93	performance	99
d	553	performance	90	administrateur	76
les	549	conseil	73	marché	74
<b>On</b>	547	marché	64	option	66

\* Nombre d'occurrences

Ici, le lexique brut n'apporte que peu d'informations quant à la problématique de notre recherche et nous considérons plus intéressant de nous intéresser, en priorité, aux lexiques réduits et lemmatisés. En effet, selon Gavard-Perret et al. (2008, p.269), « le lexique brut présente souvent peu d'intérêt car il est « écrasé » par la quantité de mots outils présents dans le corpus ».

Le lexique réduit, fait, lui apparaître, en première place l'importance de l'utilisation du pronom « On » (539 occurrences, cf. tableau 5) par les dirigeants quant ceux-ci évoquent la thématique de leur rémunération. Ce résultat est, en lui-même, intéressant à commenter. Ainsi, celui-ci peut caractériser, l'esprit de « groupe » de nos répondants, c'est-à-dire celui des hauts dirigeants d'entreprises cotées. Ces derniers travaillent dans une organisation où le fonctionnement de celle-ci n'est possible qu'en réunissant les idées, les critiques, les accords des uns et les désaccords des autres. Dès lors, lorsqu'ils s'expriment, ils le font, non pas en leur propre nom, mais en impliquant les autres membres appartenant à l'entreprise. Une autre interprétation de ce résultat peut, toutefois, être proposée. En effet, l'usage du pronom « on » permet à son utilisateur de rester évasif, vague et général (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007). Dans le cadre de nos entretiens, cela pourrait témoigner du peu d'implication des dirigeants et/ou de la responsabilité personnelle limitée endossée par ceux-ci quant aux montants de leur rémunération. Cela pourrait témoigner de leur volonté de ne pas s'impliquer

sur cette question, voire même de se dédouaner de leurs responsabilités en évoquant des influences externes, la plupart du temps évoquées comme contraignantes. Un extrait de discours, ci-après, illustre un exemple d'utilisation du « on » par les dirigeants (cf. figure 7).

Figure 7. Exemple de verbatim lié à l'usage du « On »

*Entretien= 1*

*ON n'est pas dans une démarche de maximisation à outrance de profits purement financier ou voir la valeur de l'action, trading sans tenir compte de tous les environnements. ON n'a pas vraiment l'occasion, me semble t-il, en tant que management de se dire, c'est un dossier particulier, est-ce qu'ON va privilégier le profit ou ON adopte un comportement sociétal.*

Le lexique lemmatisé produit, lui, des résultats proches de ceux obtenus à partir du lexique réduit (une fois discutée l'utilisation du pronom « on »). Il est d'ailleurs plus pertinent pour donner du sens, à ce stade de l'analyse, à nos résultats. En effet, après lemmatisation, nous commençons à voir des mots ayant de plus en plus de sens car cette procédure permet, dans la majorité des cas, de résoudre les ambiguïtés liées à la syntaxe (Gavard-Perret et Moscarola, 1998).

Nous retrouvons, dans les lexiques réduits et lemmatisés, un usage significatif de l'adverbe superlatif « très » avec 119 occurrences (cf. tableau 5). Nous choisissons de le conserver dans notre corpus, bien que le dictionnaire du logiciel préconise de le mettre en mots-outils. Ici, l'utilisation de cet adverbe pourrait mettre en lumière l'importance accordée par les dirigeants à la thématique abordée ainsi que des jugements radicaux et accentués sur les différentes questions qui leur sont posées. Un souhait de conviction et de confiance des dirigeants pourrait, aussi, être décelé. La figure, ci-après, présente des extraits de discours illustrant ce fait.

Figure 8. Verbatims<sup>53</sup> liés à l'usage du « Très »

*Entretien= 1*

*La progression de la rémunération du dirigeant, encore une fois, si le conseil d'administration fait son boulot, elle dépendra TRÈS directement de la performance de l'entreprise.*

*Entretien= 4*

*Une loi serait TRÈS mal venue.*

*Entretien= 5*

*En revanche, l'attribution de stock-options permet, TRÈS certainement, la fidélisation.*

*Moi, je suis TRÈS ouvert à des idées qui ne sont pas les miennes sinon je n'ai qu'à me regarder devant mon miroir et je règle tous mes problèmes.*

*Entretien= 7*

*L'équipe de direction et le reste du personnel de l'entreprise détient TRÈS peu de choses dans l'actionnariat global, peut être 1%.*

Le lexique lemmatisé procure, également, des résultats intéressants sur les thématiques abordées par les dirigeants. Ainsi, quant ceux-ci évoquent la question de leur rémunération, ils évoquent des mécanismes de gouvernance internes, notamment, l'influence des administrateurs, mais également l'importance prégnante des actionnaires et du marché. Ici, l'influence d'autres parties prenantes, et notamment de la réglementation, est mise de côté au profit de l'évocation d'une relation ancrée dans les fondements de la théorie de l'agence.

### **2.1.3/ Résultats de l'analyse lexicale détaillée**

Le but de l'analyse lexicale détaillée est d'affiner la structure du corpus et d'en faire émerger du sens. Pour ce faire, nous nous intéressons à l'analyse des segments répétés, des lexiques relatifs et des concordances.

L'examen du lexique catégorisé (tableau 6) fait apparaître plusieurs mots à l'importance significative. Pour les noms, l'importance accordée à l'« actionnaire » et à la « performance », puis aux « administrateurs » et au « marché » est parlante. Les mécanismes actionnariaux et les mécanismes de gouvernance disciplinaires internes gouverneraient, ainsi,

---

<sup>53</sup> Selon Gavard-Perret et al. (2008, p.272), les verbatims sont des « citations tirées des textes ou propos analysés, qui illustreront certains points d'analyse et donneront une idée plus précise du langage utilisé, des tournures et des expressions ».

la fixation de la rémunération des dirigeants comme nous l'avons explicité précédemment. Les actionnaires restent, ainsi, au centre des préoccupations, car la structure de l'actionnariat (dominante, concentrée ou dispersée) détermine, en grande partie, le montant et la composition de la rémunération des dirigeants. *« Il est évident que dans la majorité des cas, on n'ira jamais contre la volonté des actionnaires » Entretien n°3.* Toutefois, les mécanismes de gouvernance, liés à la structure des « conseils d'administration » ont, aussi, une influence sur la gestion interne des entreprises, par exemple en imposant une présence obligatoire d'« administrateurs indépendants » dans les conseils. *« La présence de membres indépendants est sans doute un gage de performance, de meilleure gouvernance de l'entreprise » Entretien n°1.* *« Le principe d'avoir des administrateurs indépendants, je suis d'ailleurs moi-même administrateur indépendant dans d'autres sociétés, pour le principe de management, c'est un peu le confort, dans l'assurance d'un autre point de vue, une autre vision n'est pas forcément liée au secteur d'activité confortable ou au contraire puisse amener des nuances, voir même infirmer les conditions du management » Entretien n° 5.* La performance de l'entreprise semble, également, intervenir de manière prégnante dans la fixation de la rémunération.

Pour les verbes, l'utilisation importante de « devoir » (61 occurrences, cf. tableau 6), témoignent de la volonté des dirigeants de faire référence à leurs contraintes et obligations quant à la problématique abordée. Ils font, ici, référence à ce qui s'impose à eux. Comme pour l'utilisation du pronom « on », les dirigeants font, ici, explicitement références aux contraintes s'imposant à eux sans témoigner de leur propre rôle dans la fixation de leur rémunération.

Les adjectifs procurent, eux, peu d'éléments particuliers quant à l'éclairage de notre questionnement à l'exception du terme « indépendant » explicité précédemment ou du terme « financier » renvoyant, là encore, aux mécanismes de pilotage et de gouvernance par l'actionnariat et à l'importance probable de la performance financière.



Tableau 6. Lexique catégorisé

Noms		Verbes		Adjectifs	
Rémunération	205*	<b>devoir</b>	61	entreprise	141
actionnaire	151	lier	42	autre	59
dirigeant	113	voir	40	indépendant	55
groupe	104	prendre	37	financier	48
entreprise	101	connaître	36	général	47
performance	99	donner	35	certain	45
administrateur	76	partir	32	même	40
marché	74	savoir	32	bon	38
option	66	croire	26	dirigeant	37
conseil	63	passer	26	variable	37

\*Nombre d'occurrences

Les segments répétés ont été ensuite identifiés pour regrouper ces mots et « cerner précisément les idées clés du corpus » (Gavard-Perret et al., 2008, p.269). Le tableau 7 ci-après montre les 15 premiers segments répétés. L'analyse des segments répétés fait apparaître quelques éléments intéressants.

Tout d'abord, si les dirigeants utilisent beaucoup le verbe « devoir », l'un de leur principal segment répété est « on pouvoir » ce qui témoigne, au côté de leurs obligations, de leur possible marge de manœuvre sur la question de leur rémunération. Les autres segments répétés restent assez proches de ce que nous avons précédemment explicité avec l'importance accordée au contrôle actionnarial ainsi, ici, qu'aux mécanismes d'incitation des dirigeants plutôt financiarisés (stock-options, cours de bourse) tout comme à la performance de l'entreprise. Il est, également, intéressant de noter que les dirigeants évoquent la notion de « long terme » sans parler de priorités plus court-termistes parfois. Ils font également, ici, explicitement référence à leur statut : « mandataire social » d'une part, puis « directeur général », d'autre part. Par ailleurs, les variables contextuelles et notamment le « secteur d'activité » ont aussi leur importance pour les dirigeants. « *Je pense que la rémunération des dirigeants est davantage fonction du secteur d'activité - Car avant j'étais dans le secteur de la métallurgie et les salaires étaient moins élevés* » Entretien n°3.

Tableau 7. Principaux quasi-segments répétés

Segments répétés	Nb. cit.
On avoir	105
Stock option	61
On pouvoir	46
Conseil d'administration	41
rémunération dirigeant	39
Performance entreprise	33
Directeur général	31
Administrateur indépendant	30
Long terme	26
Actionnaire dominant	22
Avoir actionnaire	21
Parachute doré	20
Secteur d'activité	19
Cours bourse	16
Mandataire social	16

Le recours aux concordances et lexiques relatifs permet de remettre un mot « **pivot** » dans son contexte sémantique. Les concordances présentent ainsi tous les fragments du corpus contenant le mot « pivot »<sup>54</sup>. Les lexiques relatifs présentent les mots les plus fréquents précédant et suivant immédiatement le mot « pivot » (Helme-Guizon et Gavard-Perret, 2007). Les tableaux suivants montrent un exemple où le mot « pivot » est « rémunération ». Nous observons plusieurs mots communs tels que variable, marché, performance, dirigeants (cf. figure 9 et tableau 8).

---

<sup>54</sup> Le mot « pivot » est un mot que le chercheur considère comme un mot-clé dont il souhaite préciser la signification et l'usage (Gavard-Perret et al, 2008).

Figure 9. Concordances : pivot « rémunération »

- La part de **rémunération** fixe est inférieure à la part de variable.
- La **rémunération** des dirigeants est fonction du secteur d'activité.
- La **rémunération** est toujours un sujet délicat en France.
- La **rémunération** en numéraire est égale à la performance écoulée
- La **rémunération** sous forme de stock-options est égale à la performance future.
- La **rémunération** doit être compétitive dans le marché où travail.

Tableau 8. Lexiques relatifs : pivot « rémunération »

<b>pivot -2 à -1</b>		<b>pivot +1 à +2</b>	
<b>141 mots-212 occ</b>		<b>128 mots-251 occ</b>	
Partie	10	Dirigeants	35
Variable	8	Fixe	17
Entre	6	Variable	13
Fixe	6	Liée	9
Part	6	Performance	7
Ma	5	Entreprise	4
Causalité	4	On	4
Niveaux	4	Dépend	3
Avoir	3	Fonction	3
Cause	3	Marché	3
Même	3	Numéraire	3
On	3	P-DG	3

Ces mots pivots associés à la rémunération nous renseignent assez peu sur la problématique qui nous occupe. Ils font, simplement, ressortir, l'importance accordée par les dirigeants aux différentes formes de rémunération dans leur discours : fixe, variable, numéraire, etc. Les dirigeants associent également leur rémunération à la notion de performance (toutefois assez peu, uniquement 7 occurrences conjointes, cf. tableau 8). Toutefois, si l'on observe les concordances mises en évidence à la fois pour la rémunération (cf. figure 9) ainsi que pour la performance (cf. figure 10), ressort que le lien entre les deux variables dépend, tout d'abord, de l'horizon temporel considéré. Les dirigeants opposent, ainsi, la rémunération indexée sur la performance passée et la rémunération incitative pour la performance future. Ils évoquent, ainsi, la rémunération en salaire et boni indexée sur la performance passée et la rémunération, par stock-options, incitative pour les performances

futures. Toutefois, ressort de nos entretiens un discours relativement long et détaillé au sujet des stock-options. Les dirigeants interrogés considèrent que les stock-options ne remplissent pas leurs fonctions prévues initialement, à savoir un mécanisme incitatif permettant de meilleures performances : « *L'attribution de stock-options aux dirigeants n'a pas d'effet sur la performance de l'entreprise* » *Entretien n°1*. Par ailleurs, pour certains, la performance « déterminerait la rémunération » alors, que pour d'autres, la performance n'entraînerait qu'un « accroissement » d'une rémunération déjà existante (et déterminée par d'autres variables). Les lexiques relatifs au pivot performance (cf. tableau 9) apportent, eux peu d'éléments de compréhension supplémentaires à ceux précédemment identifiés. Ils rappellent, simplement, l'importance de mécanismes de gouvernance disciplinaires déjà évoqués.

Figure 10. Concordances : pivot « performance »

- Si les objectifs de **performance** ne sont pas atteints, il faut sanctionner.
- C'est bien la **performance** qui cause la rémunération.
- La **performance** entraîne l'accroissement de la rémunération.
- La **performance** de l'entreprise est aussi relative à un contexte.
- La rémunération en numéraire est égale à la **performance** écoulée.
- La partie **performance** est liée à ce qui est variable.

Tableau 9. Lexiques relatifs : pivot « performance »

pivot -2 à -1		pivot +1 à +2	
94 mots-163 occ		68 mots-135 occ	
rémunération	9	Entreprise	32
Gage	8	Future	6
dirigeants	7	gouvernance	4
baisse	6	Groupe	4
actions	5	Impact	4
indépendants	5	Meilleure	4
options	5	Société	4
Liée	4	Cause	3
conditions	3	On	3
Effet	3	rémunération	3

## 2.1.4/ Résultats de l'analyse de contenu thématique

Cette analyse permet d'identifier les principaux thèmes abordés par les répondants grâce à des regroupements de mots *via* la création de dictionnaires sémantiques. Ces regroupements ont été faits manuellement en marquant tous les mots ayant la même base lexicale ou appartenant au même champ sémantique. Le nombre de dictionnaires à créer n'est nullement limité. Toutefois, du fait du nombre restreint d'entretiens menés, nous avons préféré ne travailler que sur de grands thèmes généraux afin de ne pas tomber dans l'interprétation de résultats isolés. Nos dictionnaires de regroupement thématique sont présentés ci-dessous (cf. figure 11). Nous avons, tout d'abord, mis en évidence les thèmes qui constituaient au moins 10% des occurrences de citations (traitement quantitatif). Nous présenterons, ensuite, les résultats plus qualitatifs issus d'une analyse plus fine du contenu de nos dictionnaires.

Figure 11. Dictionnaires de regroupement thématique<sup>55</sup>

#gouvernance=actionnariale=partenariale=dissociation=administrateurs indépendants=code
#actionnariat=actionnaire=dispersé=individuels=institutionnels=dominant=familial
#profil=diplôme=promotion=expérience=susccéssion=qualification=communication
#rémunération=fixe=variable=incitative=récompense=résultats=marché=contrats

### 2.1.4.1/ Traitement quantitatif de l'importance des thèmes

L'étude de l'intensité lexicale des thèmes montre que les thèmes obtenant une fréquence de plus de 10% de citation sont : la rémunération, l'actionnariat, la gouvernance et le profil (ou caractéristiques) des dirigeants (cf. tableau 10). De manière surprenante, la performance de l'entreprise n'est pas un thème spontanément abordé de manière significative par les dirigeants en comparaison des autres thèmes. En revanche, les dirigeants traitent beaucoup de l'importance de l'actionnariat (17,65%) et des mécanismes de gouvernance (16,29%) (évoqués avec une importance quasi-équivalente). Ils mettent, aussi, en évidence l'importance du profil du dirigeant pour la fixation de sa rémunération, même si ce thème est relativement un peu moins abordé que les deux premiers (12,53%).

<sup>55</sup> Ci-dessus figure un échantillon des mots utilisés pour former nos dictionnaires.

Tableau 10. Intensités lexicales des thèmes

	<b>Nb. cit.</b>	<b>Fréquence</b>	<b>Moyenne</b>
<b>Rémunération</b>	867	53,52%	2,71
<b>Actionnariat</b>	286	17,65%	0,82
<b>Gouvernance</b>	264	16,29%	0,77
<b>Profil</b>	203	12,53%	0,58

Nous avons choisi d'investiguer l'importance d'évocation de ces différents thèmes en les triant par le statut du dirigeant interrogé : directeur général (DG), président directeur général (P-DG) ou président du directoire (PD). Dès lors, il ressort (cf. tableau 11) que pour les DG l'influence du profil (0,66), de l'actionnariat (0,84) et de la gouvernance (0,77) est plus significative que pour les autres catégories de dirigeants. Ils évoquent également davantage leur rémunération (2,75). Serait-ce dû à la place que les DG occupent dans l'entreprise ? Cette fonction très centrale est, en effet, susceptible de placer ces dirigeants au cœur des jeux de pouvoir au sein de l'entreprise. Ces résultats tendent à souligner l'importance de considérer le pouvoir du dirigeant au sein de l'entreprise et notamment, ici, son pouvoir statutaire.

Tableau 11. Moyennes des thèmes selon la catégorie du répondant au sein de l'équipe de direction

	<b>Rémunération</b>	<b>Actionnariat</b>	<b>Gouvernance</b>	<b>Profil</b>
<b>DG</b>	2,75	0,84	0,77	0,66
<b>P-DG</b>	1,73	0,73	0,54	0,28
<b>PD</b>	1,05	0,47	0,58	0,30

#### 2.1.4.2/ Traitement qualitatif du sens des différents thèmes

Nous présenterons, ici, les résultats en tenant compte de la classification des principaux déterminants de la rémunération des dirigeants identifiés dans notre revue de la littérature.

## Rémunération et performance

Les répondants insistent sur la nature de la performance à considérer lorsque l'on aborde la question des rémunérations. Ils distinguent, comme nous l'avions précédemment mentionné, la performance passée de l'entreprise mais aussi sa performance future. Ils évoquent, également, l'importance des rémunérations pour la performance de long terme versus de court terme de l'entreprise.

Les dirigeants interrogés ont, ainsi, une rémunération fixe et variable, déterminée par le conseil de rémunération. La part variable de la rémunération (en N<sup>56</sup>) dépend des objectifs fixés et des résultats obtenus à la fin de l'année N-1. Nos répondants nous ont précisé que la part fixe de la rémunération n'était pas réévaluée chaque année (environ tous les 3 ans). Par ailleurs, une formule de bonus (en N) est utilisée en fonction des résultats qui dépendent des performances passées de l'entreprise (N-1). Le bonus est un outil de récompense pour le dirigeant. Nos répondants, notamment aux entretiens n°1, 9 et 11, ont précisé que le montant de la rémunération des hauts dirigeants en N est modulé uniquement sur la part variable, en fonction des résultats de l'entreprise de l'année N-1. A ce sujet, les avis sont partagés concernant les proportions dans lesquelles la performance impacte la rémunération. Pour certains, la part variable de la rémunération ne sera pas impactée proportionnellement en cas de baisse de la performance de l'entreprise (Entretiens n° 1, 9 et 11). Pour d'autres, l'impact est proportionnel (Entretien 3). Ils expliquent que, dans plusieurs cas, la rémunération peut être indépendante des performances réalisées par l'entreprise.

Les dirigeants perçoivent aussi une rémunération dite de long terme, sous forme de stock-options et/ou d'actions gratuites. Ce mode de rémunération est tributaire des performances futures de l'entreprise (N+1). C'est une mesure incitative à la performance pour le dirigeant. « *Cela permet de donner aux dirigeants un instrument qui va le motiver sur un plus long terme que les résultats annuels* » Entretien n°1. Concernant l'attribution de stock-options, la grande majorité des personnes interrogées (9 parmi les 12 répondants<sup>57</sup>) a justifié la présence nécessaire des stock-options au sein de leur entreprise. Cet outil de rémunération permet, pour eux, d'attirer et de retenir « les meilleurs » au sein de leurs « top 10 ». Pour d'autres, cependant, « *les stock-options, c'est quand même d'essayer de faire un maximum de*

---

<sup>56</sup> Les dirigeants rencontrés ont précisé que la gestion financière, stratégique ou autre de l'entreprise, est établie à partir de l'année fiscale (exercice social). Il arrive que l'année dite fiscale corresponde à l'année civile.

<sup>57</sup> Les dirigeants ayant répondu aux entretiens n° 1,2,4,5,7,8,9,10,11 et 12 détiennent des stock-options de leurs entreprises.

*profits à court terme (...) et ce n'est pas forcément ce qu'on attend d'un directeur général » Entretien n°9. Ainsi pour ces derniers, les stock-options seraient uniquement un outil de fidélisation, induisant un comportement court termiste des acteurs de l'entreprise, n'ayant aucune incidence positive sur la performance de l'entreprise.*

En lien avec leurs rémunérations et la performance, certains dirigeants évoquent, aussi, l'importance d'un équilibre organisationnel entre court terme et long terme mais également pour les différentes parties prenantes de l'entreprise. Ils considèrent la performance comme *« une chaîne de valeur de l'opérateur jusqu'à l'actionnaire. Il importe que chacun des maillons de cette chaîne soit regardé avec sérieux et qu'elle apporte à chacun de ces maillons là, les meilleures réponses possibles en veillant à ce que l'ensemble de la chaîne soit solide » Entretien n°5.*

### Rémunération et gouvernance

L'influence des mécanismes de gouvernance pour la fixation de leur rémunération est largement évoquée par les répondants. Les dirigeants font d'ailleurs référence aux codes de gouvernance (rapport Bouton, 2002 et code Afep-Medef<sup>58</sup>, 2008), de plus en plus nombreux sur ces questions ainsi qu'à l'influence de la réglementation française.

Les dirigeants évoquent, tout d'abord, le contrôle exercé par le CA ou le CS. La question des administrateurs indépendants est notamment abordée. Les répondants rejoignent le point de vue de la littérature (Tirole, 2006) selon laquelle la présence d'administrateurs indépendants<sup>59</sup> est indispensable au bon fonctionnement de l'entreprise. Lors de notre premier entretien, le répondant a d'abord insisté sur la définition de l'administrateur indépendant : *« une fois qu'on s'est calé sur la bonne définition, oui clairement, les administrateurs indépendants apportent une richesse et une vision parfois différente des administrateurs non-indépendants qui, peuvent être par ailleurs dirigeant exécutif, comme le P-DG par exemple, ou être représentant des grands actionnaires ».* Ainsi, la présence d'administrateurs

---

<sup>58</sup> Le code de gouvernance d'Avril 2010 reprend les principes de gouvernance d'entreprise précédents (2003 à 2008) et demande un renforcement de la présence des « femmes » dans les conseils. Par ailleurs, Afep et le Medef analysent les informations publiées par le CAC 40 et le SBF 120.

<sup>59</sup> Selon le Rapport Bouton (2002), puis repris dans le code de gouvernance d'entreprise de sociétés cotées (2010) de l'Afep-Medef, « un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Ainsi, par administrateur indépendant, il faut entendre, non pas seulement administrateur non-exécutif c'est-à-dire n'exerçant pas de fonctions de direction de la société ou de son groupe, mais encore dépourvu de lien d'intérêt particulier (actionnaire significatif, salarié, autre) avec ceux-ci » (p.13).



indépendants est perçue « *comme un gage d'élargissement de la réflexion, de performance et de meilleure gouvernance de l'entreprise, permettant ainsi l'apport d'expériences nouvelles* » *Entretien n°2*. Ceux-ci conduiraient, ainsi, à pouvoir attribuer une rémunération plus juste aux dirigeants et davantage axée sur la performance. Ils permettraient un meilleur contrôle des dirigeants et de leurs montants de rémunération (notamment dans les entreprises où l'actionnariat serait concentré ou familial avec plusieurs « casquettes » alors endossées par les dirigeants).

La taille du conseil d'administration n'est pas, elle, présentée comme un mécanisme fondamental de contrôle par les dirigeants. Celle-ci semble principalement dépendre du secteur d'activité des entreprises mais également de la nature de l'actionnariat de celles-ci. Toutefois, une taille du conseil plus limitée pourrait permettre de redonner plus de poids aux différents membres et d'exercer, ainsi, un contrôle plus fort des dirigeants et de leurs rémunérations.

Les dirigeants insistent, ensuite, sur le rôle joué par les comités du conseil d'administration. Depuis la loi NRE de 2001, en France, puis la loi de sécurité financière (2003), le CA d'une société anonyme a la faculté de créer des comités pour l'aider à procéder à l'étude préalable de certaines questions et à préparer ses décisions (C. com., art. R. 225-29). Le mouvement de la « gouvernance d'entreprise », qui concerne les sociétés cotées, attache une importance particulière à ces comités, notamment aux comités des comptes ou d'audit (Code de sociétés, 2010). L'ensemble de nos répondants ont répondu avoir, au sein de leur structure organisationnelle, différents comités (audit, rémunération, nomination, stratégique...). Ils nous ont précisé, comme l'indique la loi, que le rôle de ces comités est d'établir des rapports (en fonction de leur domaine de compétence) auprès du CA. Le comité d'audit et des risques, devenu obligatoire dans les sociétés cotées, impose une certaine rigueur en matière de gouvernance d'entreprise. Il semblerait que certaines entreprises se tournent de plus en plus vers un découpage des fonctions, en créant délibérément des comités non obligatoires. Notamment, « *le comité stratégique qui a comme vocation d'expliquer les orientations à long terme du groupe, de challenger les orientations stratégiques du groupe* » *Entretien n°9*. Les dirigeants insistent sur le fait que ces comités contrôlent davantage les décisions prises et, donc la possibilité d'opportunisme par exemple par rapport à une rémunération exorbitante, mais qu'ils apportent, dans le même temps des compétences et des connaissances intéressantes pour le fonctionnement de l'entreprise.

Enfin, les dirigeants s'expriment sur la problématique de séparation des fonctions au sein des entreprises. Si nombre reconnaissent l'intérêt de ce contre-pouvoir, plusieurs arguments sont également avancés quant à l'impossibilité de mettre en place cette mesure « *dans les entreprises familiales où il y a un héritier ou en période de crise* » Entretien n°8.

De manière générale, les dirigeants se défendent contre un potentiel enracinement qui pourrait leur être reproché. Par exemple, lorsqu'interrogés sur les parachutes dorés, ils expliquent que « *l'existence de parachutes dorés ne constitue en aucun cas, pour le conseil d'administration, un frein, à un éventuel licenciement du dirigeant* » Entretien n°4. Ainsi, pour certains de nos répondants, « *il n'y a pas d'enracinement quand vous êtes le P-DG, ce n'est pas vous qui décidez de partir ou pas* » Entretien n°8.

Certains dirigeants dénoncent, d'ailleurs, des principes de gouvernance ou des réglementations (voués à leur contrôle) qui s'avèreraient trop contraignantes pour l'exercice de leur fonction. Si la majorité d'entre eux se plie à l'exercice d'application des recommandations ou de gouvernance, nombre sont ceux qui pensent toutefois qu'« *une loi serait fortement aberrante en matière de gouvernance. Il faut arrêter, pour le gouvernement français, de réglementer sur n'importe quoi* » Entretien 1. Les principaux arguments avancés seraient, ici, l'inapplicabilité de certains principes en fonction de l'entreprise, la réduction de la marge de manœuvre décisionnelle ainsi que le risque de délocalisation des équipes managériales à l'étranger.

### Rémunération et caractéristiques de l'entreprise

Les dirigeants insistent également sur l'importance de différentes caractéristiques de l'entreprise pour la fixation de leur rémunération.

Ils évoquent, tout d'abord, la problématique de l'actionnariat. Notamment, dans les entreprises où le capital serait plus concentré, les dirigeants en place détiendraient plus de pouvoir et seraient plus sujets à « *retenir et à dissimuler certaines informations par rapport à l'actionnariat externe. Dans les entreprises familiales, le contrôle des dirigeants est plus délicat, tout comme le contrôle de leurs rémunérations. On ne sait pas toujours comment cela est déterminé. Il y a, aussi, des effets d'histoire et de réseaux parfois déconnectés de la performance* » Entretien 5. En revanche, cela serait moins le cas « *lorsque les mécanismes de*

*gouvernance, comme les comités, joueraient leur rôle ou lorsque les actionnaires externes, notamment institutionnels, exerceraient un contrôle plus poussé » Entretien 2.*

Les dirigeants parlent également de l'importance du secteur d'activité de l'entreprise. Ainsi, nombre d'entre eux estiment que la rémunération des dirigeants est déterminée en fonction du marché, *benchmark* des rémunérations, afin que les dirigeants ne soient pas débauchés par des entreprises concurrentes dans des secteurs comparables. *« Le secteur d'activité a une certaine influence sur le niveau des rémunérations et puis il peut y avoir aussi, un facteur très ad-hoc qui est l'opportunité de faire venir l'oiseau rare, tellement convoité que son prix de marché est déjà très élevé » Entretien n°1.* *« La rémunération est assez directement impactée par le secteur d'activité - Cela fait partie d'une espèce de benchmark des rémunérations qui se fait d'abord dans le secteur - Ce qui n'est pas tout à fait vrai au niveau des sites de province, car lorsque vous êtes dans un secteur où il y a d'autres activités industrielles, les gens se parlent, c'est bien normal, mais du coup, il y a des comparaisons qui peuvent se faire » Entretien n°5.* Ils décrivent des rémunérations de dirigeants plus importantes en fonction de certains secteurs d'activité, notamment le luxe, la brasserie et les compagnies pétrolières. *« Les industries de grandes marques ont tendance à offrir des rémunérations qui sont plutôt supérieures à celles de secteurs industriels traditionnels » Entretien n°10.* Par ailleurs, ce dernier (répondant de l'entretien n°10) insiste sur la nécessité de rémunérer par rapport à un environnement général et en fonction de la taille de l'entreprise et des enjeux stratégiques.

A ce sujet, la taille de l'entreprise est également évoquée comme un facteur influençant la rémunération des dirigeants. Cette variable est citée dans 10 entretiens<sup>60</sup> parmi les douze réalisés, comme étant « liée, en partie, à la rémunération des dirigeants ». Le dirigeant d'une entreprise non cotée ne peut, ainsi, prétendre être rémunéré autant qu'un dirigeant du CAC 40 ou du SBF 120. *« Il paraît évident que la taille du chiffre d'affaires, la taille des résultats opérationnels, la taille des actifs de l'entreprise déterminent les niveaux de rémunération des dirigeants de l'entreprise » Entretien n°8.* Plus l'entreprise serait de grande taille et plus la rémunération des dirigeants serait, ainsi, susceptible d'être conséquente.

---

<sup>60</sup> Les entretiens n°1,2,4,5,6,8,9,10,11 et12 considèrent que la rémunération des dirigeants est liée à la taille de l'entreprise. Les répondants des entretiens 3 et 7 ne se sont pas prononcés.

## Rémunération et profil des dirigeants

Les dirigeants ont évoqué un certain nombre de caractéristiques personnelles susceptibles d'impacter le montant de leur rémunération.

Concernant leur diplôme, tout d'abord, nous avons été surpris de constater que la promotion externe, liée aux diplômes, n'est pas celle que l'on privilégie, dans un recrutement, selon certains de nos répondants. Pour eux, les diplômes seraient « accessoires » (Entretien n°7). Cela s'expliquerait, toutefois, par la provenance « diplômante » des dirigeants français, pour la plupart issus de prestigieuses formations d'élite. Deux de nos répondants ont précisé que cette importance qui est donnée aux « diplômes » est typiquement *française* « *il n'y a qu'en France qu'on s'intéresse aux diplômes (...) j'ai vécu aux Etats-Unis pendant 10 ans où j'ai travaillé dans un grand groupe, ensuite j'ai été promu à ce poste par des actionnaires étrangers qui se foutent de savoir que je suis diplômé de l'école Polytechnique. Ici, c'est presque une condition sine qua non* » Entretien n°7. Du fait de cette même provenance de l'ensemble des dirigeants français, l'importance du diplôme sur la rémunération serait, ainsi, inexistante du fait de l'absence de disparité entre les dirigeants sur ce point.

En revanche, il semblerait que le critère « fort » pour devenir le numéro 1 d'un groupe soit essentiellement l'« expérience du candidat », qu'elle soit interne ou externe. « *M. X<sup>61</sup> était un candidat idéal pour prendre la présidence du groupe, compte tenu de sa personnalité, de son expérience dans l'entreprise Z* » Entretien n°1. Ensuite, les répondants ont évoqué les plans de succession mis en place dans les organisations. Apparemment, la tendance serait plutôt de donner « *la fonction exécutive à son successeur* » (Entretien n°10) afin de « *le préparer au mieux* » (Entretien n°9). L'expérience externe serait, elle, à rechercher principalement du côté du « cumul des mandats » par les dirigeants. « *On siège dans plusieurs entreprises, cela crée un réseau et puis aussi un signal de compétence. Si on vous veut, c'est que vous êtes bon* » Entretien n°3. L'ancienneté en poste pourrait aussi intervenir du fait des liens créés, au fil du temps, par le dirigeant avec les différentes parties prenantes. « *Plus on est là, et plus on nous fait confiance, c'est un gage de liberté* » Entretien n°8.

Ainsi, ces différents critères seraient susceptibles de contribuer à l'obtention par le dirigeant d'une rémunération conséquente. Ils lui octroieraient un certain pouvoir ou marge de

---

<sup>61</sup> Afin de respecter l'anonymat de nos répondants, nous utilisons des lettres (X,Y,Z) pour les qualifier. Idem pour les noms d'entreprises.

manœuvre permettant d'augmenter sa valeur sur le marché des dirigeants mais également à l'intérieur même de l'entreprise. Au fil du temps, ces caractéristiques pourraient même lui donner la possibilité de contrer l'efficacité de certains mécanismes de gouvernance disciplinaires internes, du fait de sa valeur pour l'entreprise ou de son « irremplaçabilité ».

## 2.2/ Résultats de l'étude qualitative par questionnaires

Cette seconde sous-section est dédiée à la présentation des résultats obtenus par l'administration d'un questionnaire auprès de hauts dirigeants exécutifs d'entreprises françaises cotées. Comme nous l'avons déjà expliqué, les résultats de ce questionnaire viennent compléter et enrichir ceux déjà obtenus et récoltés par la réalisation de nos entretiens. Nous commenterons, rapidement, chacun des graphiques correspondant aux différentes questions posées en nous attardant, plus particulièrement, sur les éléments apportant un enrichissement complémentaire de la compréhension de notre problématique de recherche.

Les trois graphiques ci-après (cf. figures 12, 13 et 14) présentent les caractéristiques de notre échantillon. Nous remarquons, tout d'abord, que nous avons obtenu un nombre important de répondants appartenant au CAC 40 (cf. figure 12). Ceci peut révéler la prégnance de la question de la rémunération pour les plus grandes entreprises françaises cotées, souvent mises sur le devant de la scène sur cette thématique. Notre échantillon est, également, varié en termes de secteurs d'activité représentés (cf. Figure 13). Enfin, de manière non surprenante, le graphique 3 fait ressortir le nombre restreint de femmes de notre échantillon. Ceci est révélateur de leur très faible représentation dans le paysage des plus hauts dirigeants exécutifs français et pose le genre comme une variable peu significative à prendre en compte pour notre recherche.

Figure 12. Indice boursier

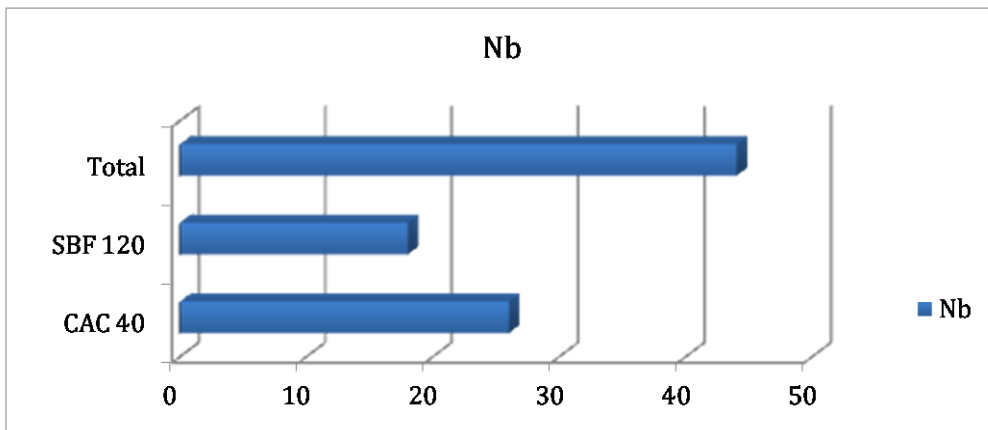


Figure 13. Secteur d'activité

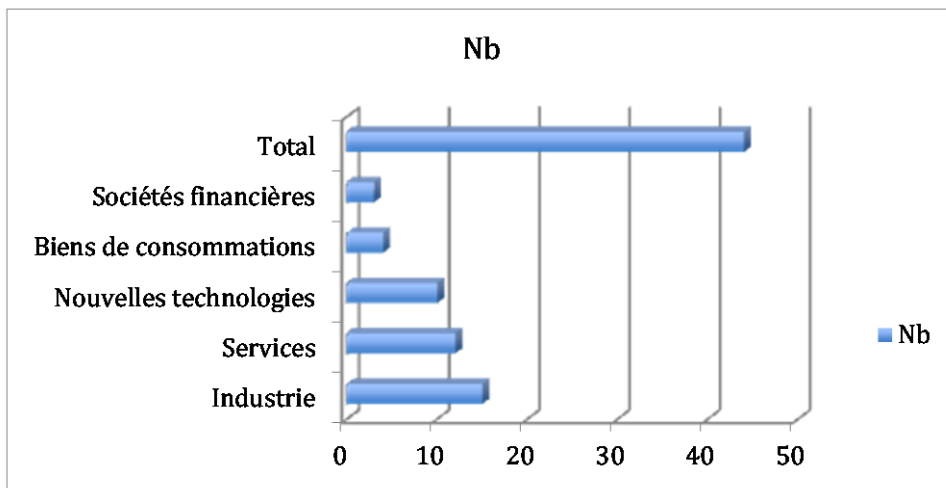
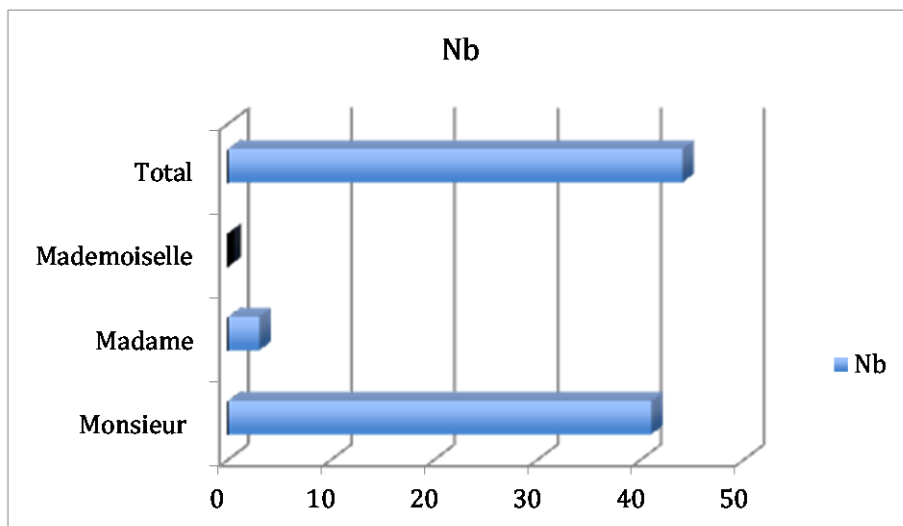
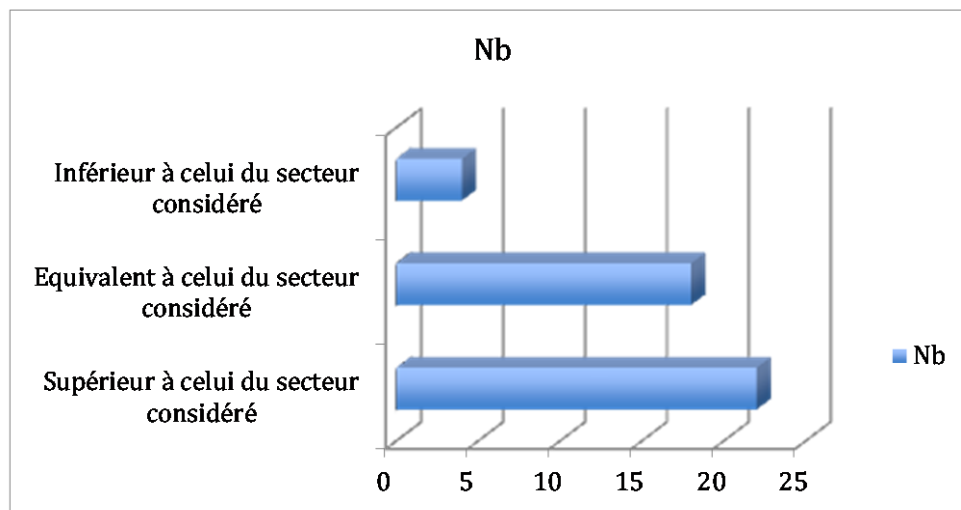


Figure 14. Civilité du répondant



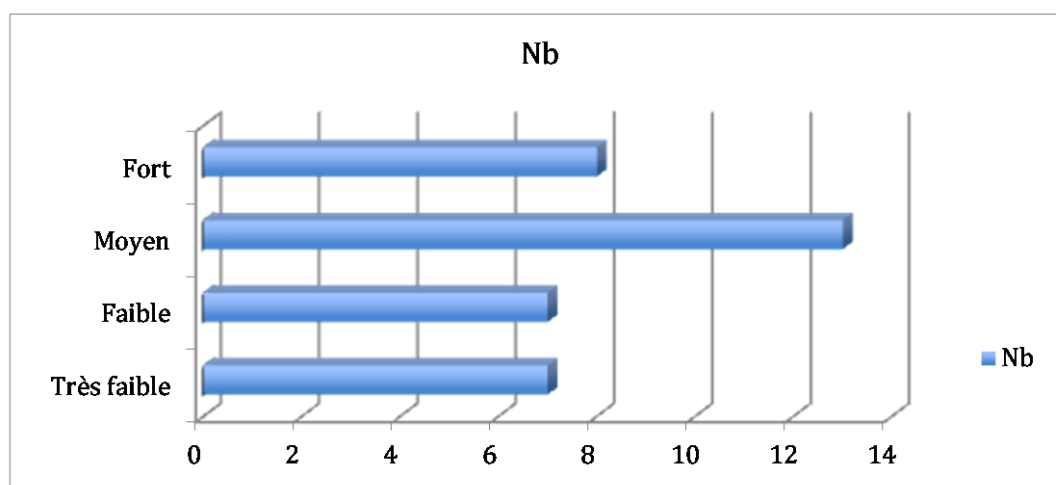
Sur la thématique du contrôle de leur rémunération, les dirigeants évoquent un « important » contrôle par le comité des rémunérations, qu'ils considèrent comme égal ou supérieur à celui exercé dans leur secteur d'activité (cf. figure 15).

Figure 15. Contrôle de la rémunération par le CR



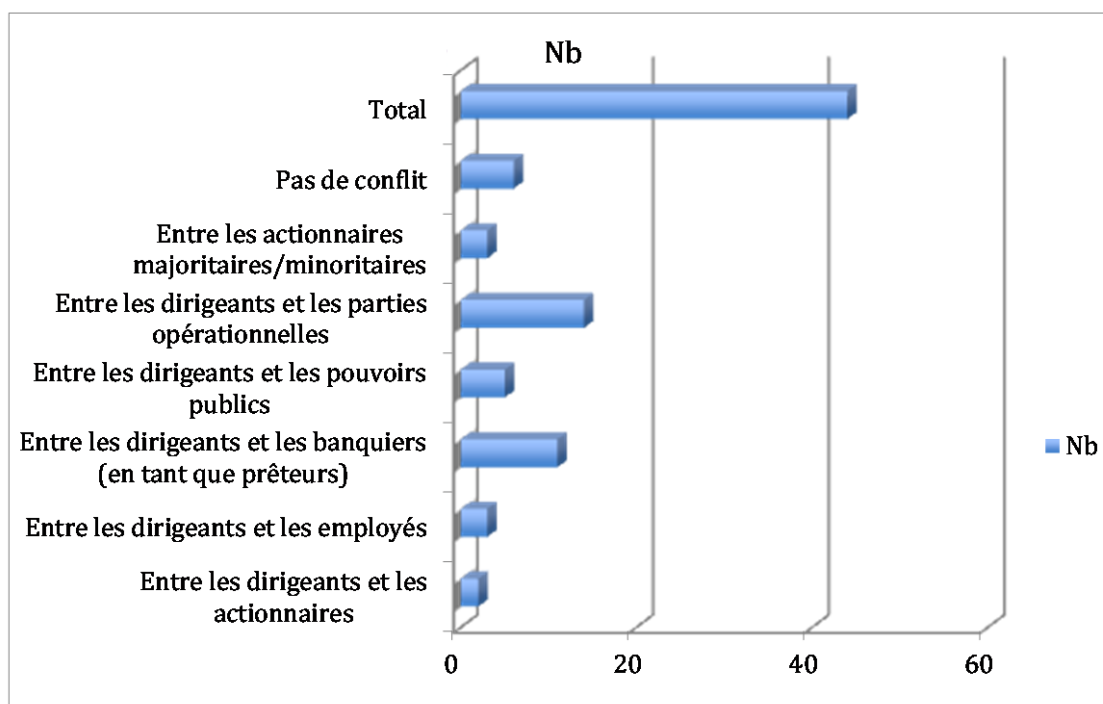
Le graphique suivant présente dans quelle mesure les dirigeants se sentent indépendants par rapport aux actionnaires, notamment dans la prise de décision. Ici, les répondants se sentent pour la plupart plutôt contrôlés par les actionnaires. Très peu reconnaissent bénéficier d'une grande marge de manœuvre (cf. figure 16).

Figure 16. Indépendants dirigeants / actionnaires



Le graphique suivant est intéressant car il fait référence à la nature des conflits supportés par les dirigeants dans l'exercice de leurs fonctions. Nous retrouvons, de manière étonnante, une absence de conflits mentionnés avec les actionnaires. La question qui se pose est de savoir s'il s'opère un alignement des intérêts entre les deux parties (efficacité des mécanismes de contrôle des dirigeants) ou si les dirigeants verrouillent, en quelque sorte, les arbitrages ou exercent leur pouvoir pour faire disparaître ces conflits (inefficacité des mécanismes de contrôle des dirigeants). Dans les deux cas, il est intéressant de constater que si les conflits sont peu évoqués avec les actionnaires, ceux-ci se déplaceraient, en revanche, vers les parties prenantes opérationnelles en charge de réaliser les niveaux de performance définis au sommet (cf. figure 17).

Figure 17. Conflits rencontrés par les dirigeants dans l'exercice de leurs fonctions



Si l'on considère, à présent, la relation entre la performance de l'entreprise et la rémunération des dirigeants, les résultats suivants apparaissent. La variable d'incitation choisie pour motiver les dirigeants à la performance semble d'abord être le bonus (80%) suivi des stock-options (66%) (cf. figure 18). Dès lors, nous comprenons que les entreprises ont une politique de rémunération indexée principalement sur les performances passées mais également sur la performance future. Ce résultat est confirmé par la figure 19.



Figure 18. Outils incitatifs à la performance

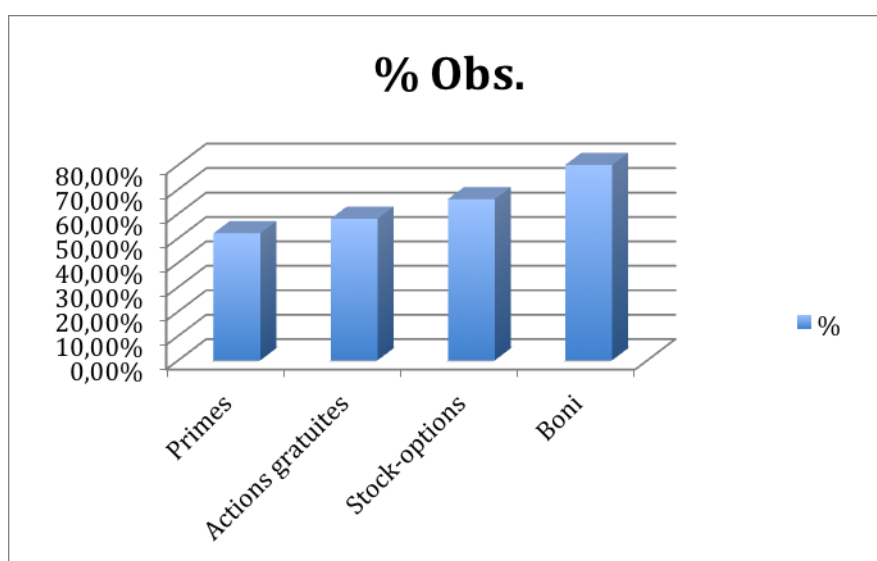
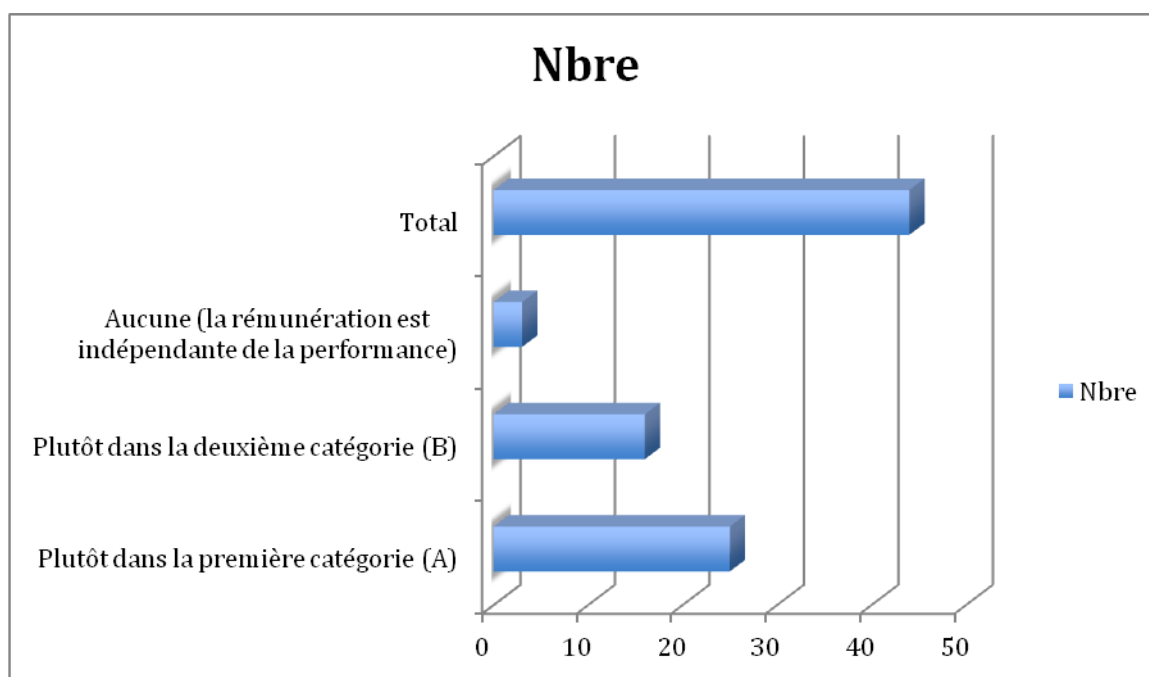


Figure 19. Rémunération en fonction des performances passées (A) ou futures (B)



Concernant, enfin, le profil des répondants, nous constatons que la majorité des dirigeants de notre échantillon est issue de formations élitistes ou de domaines techniques de pointe (cf. figure 20). Dès lors, cela prouve qu'être diplômé d'une grande école est une condition encore peu contournable pour accéder aux fonctions de direction des entreprises françaises cotées. En revanche, cela ne conduirait pas à des niveaux de rémunération équivalents. Sur ce point, l'ancienneté du dirigeant en poste mais également dans l'entreprise

pourrait se révéler impactant (cf. figure 21). Pour les entreprises françaises cotées de notre échantillon, nous constatons que l'ancienneté au poste est plutôt élevée, puisqu'elle avoisine en moyenne 10 ans par dirigeant (avec cependant de très fortes disparités selon les entreprises considérées). D'autre part, l'ancienneté dans l'entreprise est proche des 15 ans. Cela nous permet de mettre en évidence que les entreprises françaises privilégient largement le recrutement en interne. Ainsi, le dirigeant bénéficie d'une maîtrise et connaissance de l'entreprise avant d'accéder aux plus hautes fonctions de direction. Cela permet, notamment, de nouer des liens privilégiés avec les différentes parties prenantes de l'entreprise ce qui conduirait à une passation de mandats plus aisée.

Figure 20. Diplôme des dirigeants

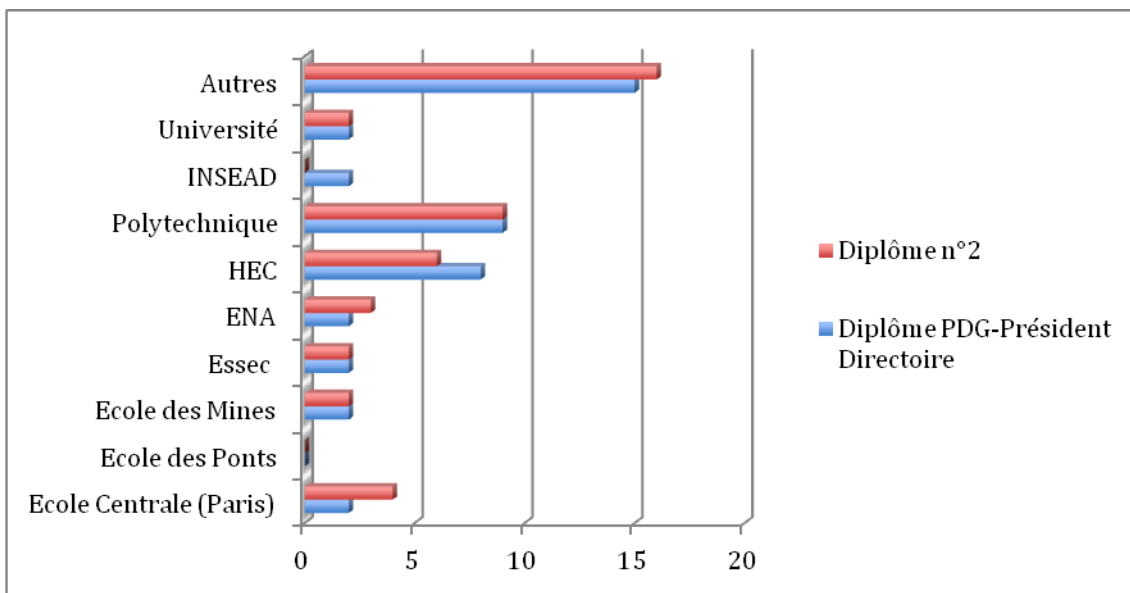
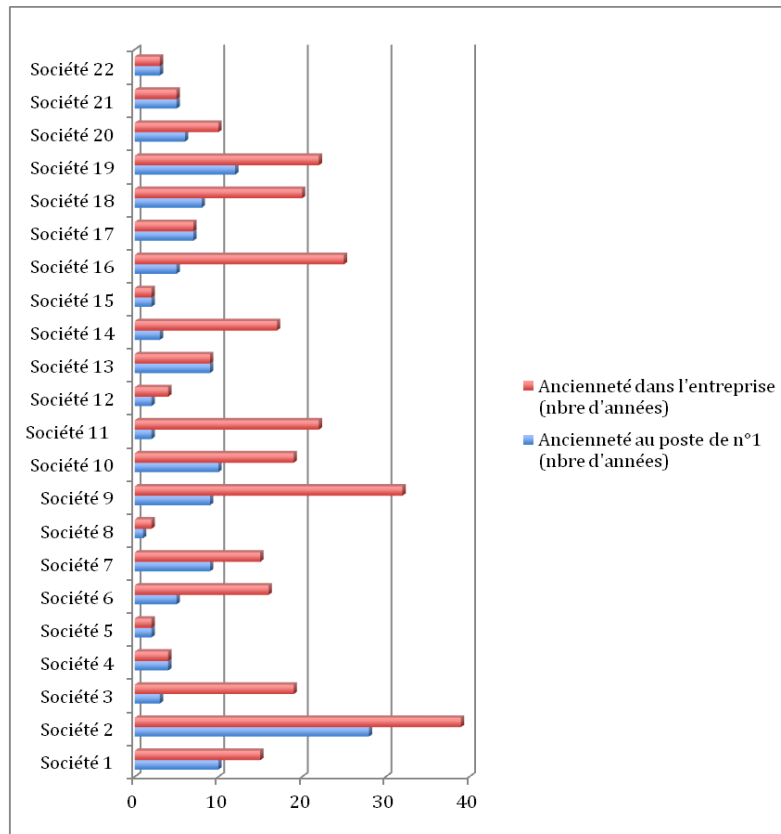


Figure 21. Ancienneté du dirigeant au poste et dans l'entreprise



Il convient, à présent, de dresser un bilan de nos deux études qualitatives pour la suite de notre recherche et, notamment, de notre démarche empirique.

### 2.3/ Synthèse des résultats des études qualitatives

Il convient, à présent, de dresser un bilan relatif aux principaux déterminants de la rémunération des dirigeants d'entreprises françaises cotées qui se distinguent dans nos deux études qualitatives. Quatre catégories de déterminants émergent en cohérence avec notre revue de la littérature :

- Influence de la performance de l'entreprise ;
- Influence des mécanismes de gouvernance et de l'actionnariat ;
- Influence des caractéristiques des dirigeants ;
- Influence des caractéristiques de l'entreprise et de son environnement.

Nous présenterons, ici, les résultats concernant l'influence de ces différentes catégories de déterminants et des variables les composant, ce qui nous permettra de générer un certain nombre d'hypothèses en vue d'un test quantitatif ultérieur.

### **2.3.1. Influence de la performance sur la rémunération des dirigeants**

Dans notre étude qualitative, les dirigeants avaient clairement opposé deux types de performances associés à deux types de rémunération. Ils avaient évoqué, tout d'abord, la relation entre la performance passée de l'entreprise et la rémunération en salaire et bonus. Ensuite, ils avaient mentionné la rémunération par stock-options, mécanisme incitatif pour la performance future. Cependant, les résultats de notre questionnaire avaient mis en lumière que le bonus restait l'outil incitatif à la performance le plus utilisé. Par ailleurs, les dirigeants avaient également critiqué le rôle effectif et efficace des stock-options sur ce sujet. Nous avons donc décidé, dans cette recherche, de ne nous intéresser qu'à la relation entre la performance boursière et économique de l'entreprise et la rémunération en salaire et bonus. Ce choix était renforcé par la variabilité de la date d'attribution de plans de stock-options d'un dirigeant à un autre.

Notre étude qualitative, sur la relation entre performance et rémunération en salaire et bonus, avait fait ressortir un lien positif exprimé par la majorité des dirigeants même si certains d'entre eux évoquaient un lien faible. Nous avons donc fait le choix de poser les hypothèses suivantes :

H1 : Plus la performance boursière augmente, plus la rémunération du dirigeant (en salaire et bonus) augmente.
--

H2 : Plus la performance économique augmente, plus la rémunération du dirigeant (en salaire et bonus) augmente.
---

### **2.3.2. Influence des mécanismes de gouvernance et de l'actionnariat**

Les deux études qualitatives réalisées par entretiens et questionnaires font ressortir l'influence du contrôle exercé par les actionnaires ainsi que l'influence de mécanismes de gouvernance mis en place par le conseil (Administration ou de Surveillance). Nous avons choisi de regrouper ces éléments pour caractériser l'influence disciplinaire interne exercée sur les dirigeants pour la fixation de leur rémunération. Ces facteurs font, en effet, généralement

référence au contre-pouvoir s'exerçant face aux actions discrétionnaires des dirigeants à l'intérieur de l'entreprise. Ici, trois mécanismes étaient apparus déterminants : la présence d'administrateurs indépendants et de comités spécialisés au sein du conseil ainsi que la présence au capital d'investisseurs institutionnels. Nous faisons l'hypothèse que le contrôle du conseil et de l'actionnariat, tel que nous proposons de l'opérationnaliser, est susceptible de conduire à un meilleur contrôle des dirigeants, en opposition, notamment, à des mécanismes de gouvernance plus « familiaux » privilégiant une indépendance moindre des dirigeants et de leurs censeurs. Tous les indicateurs retenus permettent de contrôler et de limiter le montant de la rémunération des dirigeants à leur juste contribution en réduisant la marge de manœuvre de ces derniers. Nous pouvons donc poser l'hypothèse suivante :

H3 : Plus le contrôle des actionnaires et du conseil est important, plus la rémunération du dirigeant (en salaire et bonus) est faible.

### **2.3.3. Influence des dirigeants**

La conduite de nos études qualitatives a permis de questionner le rôle des dirigeants quant à la fixation de leur rémunération. Ceux-ci restent, tout d'abord, sur la réserve quand on les interroge sur cette question. Il ressort des entretiens, en effet, un dédouanement de leur influence individuelle par l'utilisation du pronom « on ». Cependant, les entretiens font aussi ressortir leur demande quant à une rémunération plus substantielle par bonus ou par stock-options. Ils évoquent, également, l'importance de la négociation de leur rémunération ainsi que l'importance de leurs caractéristiques personnelles pour celle-ci. Par ailleurs, l'utilisation significative du verbe « pouvoir » témoignait, aussi, de leur marge de manœuvre sur ce point.

Ainsi, la détermination de la rémunération des dirigeants dépendrait de leur pouvoir de négociation et d'influence. Celui-ci serait déterminé par certaines caractéristiques personnelles prégnantes ressorties de notre étude qualitative. Notamment, plus le dirigeant cumulerait de mandats (pouvoir externe), plus il serait ancien dans l'entreprise et à son poste (pouvoir interne) et s'il cumule en interne les fonctions de direction (pouvoir interne) et plus il serait en mesure d'influencer positivement le montant de sa rémunération. Ce pouvoir interne lui permettrait, également, de réduire le contrôle exercé par le conseil et l'actionnariat sur le montant de sa rémunération. Nous ne pouvons prévoir, cependant, à ce stade de la recherche, la valence de la relation précédemment évoquée même si nous pouvons penser que si le

dirigeant détient plus de pouvoir et qu'il atténue le contrôle des actionnaires et du conseil alors sa rémunération pourrait être plus substantielle.

Nous pouvons donc poser les deux hypothèses suivantes :

H4 : Plus le pouvoir du dirigeant augmente, plus sa rémunération (en salaire et bonus) augmente.

H5 : Le pouvoir du dirigeant modère la relation entre le contrôle des actionnaires et du conseil et la rémunération (en salaire et bonus) des dirigeants.

#### **2.3.4. Variables de contrôle**

Notre étude qualitative confirme que la taille de l'entreprise ainsi que son secteur d'activité impacteraient les montants de rémunération des dirigeants. La rémunération des dirigeants augmenterait, notamment, dans des entreprises de plus grande taille. Par ailleurs, elle serait plus substantielle dans certains secteurs d'activité du fait du prestige y étant associé, du niveau de technicité des postes ou encore de la rareté des candidats.

## **Chapitre 4 : Etude quantitative des déterminants de la rémunération des dirigeants par des modèles d'équations structurelles**

Notre chapitre 3 est relatif aux études qualitatives exploratoires, par entretiens semi-directifs et questionnaires. Il nous a permis de développer et préciser les hypothèses de notre recherche à partir des propositions que nous avons émises dans le chapitre 2.

Notre quatrième chapitre a pour objectif de tester les hypothèses retenues dans notre modèle. Dans un premier temps, la démarche méthodologique de notre étude quantitative sera présentée. Nous détaillerons la méthode d'analyse par « modèles d'équations structurelles » que nous avons retenue. Dans un deuxième temps, nous rappellerons notre modèle de recherche puis en présenterons l'opérationnalisation avant de tester notre modèle de mesure. Enfin, nous testerons notre modèle structurel par une procédure de validation et d'estimation.

Il convient de préciser, en préambule, que notre étude quantitative a été menée sur des données pour la performance collectées pour l'année 2006 et pour toutes les autres données collectées pour l'année 2007. Le décalage s'explique par notre volonté d'étudier l'influence de la performance passée (en  $t$ ) sur le montant de la rémunération en  $t+1$ . Nous avons considéré l'année 2007 pour nous prémunir des biais liés à la période de crise financière s'échelonnant depuis 2008 jusqu'alors. Cette étude quantitative a été menée sur un échantillon de 108 entreprises françaises cotées au SBF 120 en considérant leur plus haut dirigeant exécutif. La non-atteinte du seuil de 120 entreprises dans notre échantillon s'explique par la non-disponibilité de certaines données nécessaires à notre étude.

### **Section 1 : Méthodologie des modèles d'équations structurelles**

Pour tester les hypothèses établies à l'issue de notre chapitre 3, nous avons décidé de mobiliser la méthodologie des modèles d'équations structurelles. Cette méthode étant encore peu mobilisée dans les travaux en finance comparativement à d'autres procédures de test, nous expliquons, ici, son choix ainsi que ses principes de fonctionnement.

## 1.1/ Choix de la méthodologie

Depuis une vingtaine d'années, l'évolution des travaux en finance et leur complexification ont conduit à considérer des variables composites ainsi que leurs interactions multiples pour capturer le réel à travers des « systèmes d'équations ». Certaines variables deviennent, ainsi, issues de la combinaison d'autres variables et les relations entre elles sont nombreuses. Il devient dès lors nécessaire de construire des modèles à plusieurs équations simultanées au lieu d'en avoir une seule. L'équation structurelle n'est rien de plus qu'un système d'équations alors que, dans une régression, les équations sont présentées une à une mais sans toujours tenir compte du sens précis de la causalité ainsi que des effets d'interaction.

Par ailleurs, les équations structurelles sont utiles pour considérer l'influence de variables latentes ou non directement observables notamment du fait de l'importance d'effets d'agrégation ou de la considération de variables composites. Les analyses factorielles qui introduisent implicitement la notion de « variable latente » (Spearman, 1904) révolutionnent la théorie de la mesure (Crié, 2005). Puis, dans la même lignée Jöreskog (1967, 1970, 1971) introduit les équations structurelles dans de nombreuses disciplines, notamment dans les sciences humaines et sociales (Crié, 2005). Les équations structurelles sont, d'ailleurs, de plus en plus utilisées par les auteurs et chercheurs en finance.

Dans le cadre de notre recherche, la mesure de la performance de l'entreprise mais également du pouvoir du dirigeant ou du contrôle du conseil et des actionnaires nécessitait de mobiliser des variables composites et latentes. Par ailleurs, cette méthode nous permettait, aussi, de capturer des effets modérateurs posés en hypothèses et de tester simultanément l'ensemble de nos relations.

## 1.2/ Description de la méthodologie

Dans le cadre des modèles d'équations structurelles, il est nécessaire de respecter différentes étapes standardisées (Kline, 2005 et repris par Lacroux, 2011) :

- la spécification du modèle (les hypothèses de la recherche doivent être posées, les construits identifiés et définis quant à leur mesure) ;
- l'identification du modèle (vérification de la possibilité théorique d'obtenir une estimation pour tous les paramètres du modèle) ;



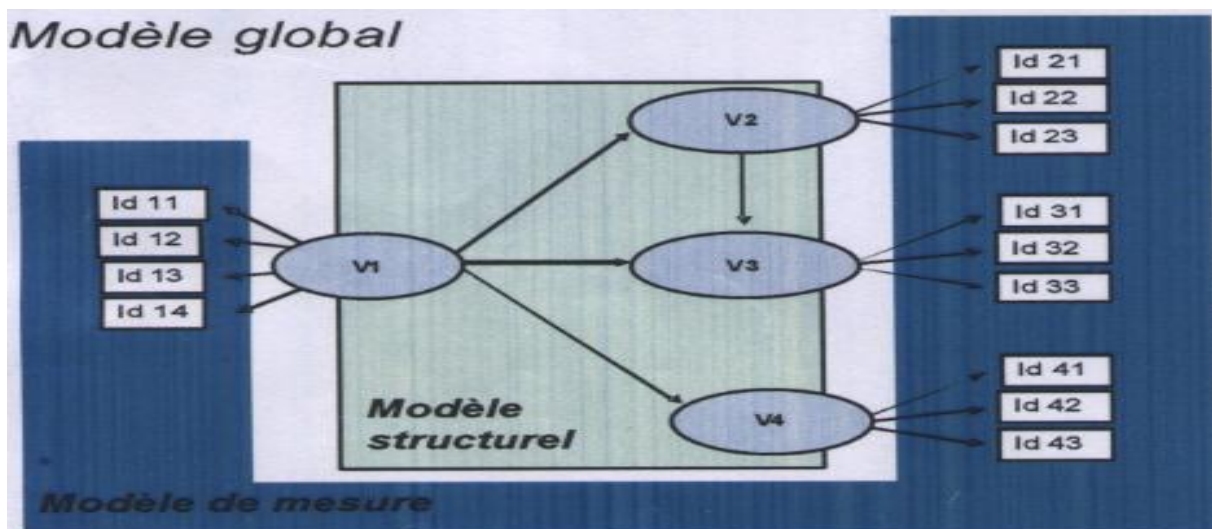
- le recueil des données, avec possibilité de transformation de celles-ci (si nécessaire) ;
- l'estimation du modèle (déterminer la valeur des paramètres et évaluer la qualité d'ajustement du modèle aux données empiriques).

### 1.2.1/ Principes de fonctionnement de la méthodologie

Traditionnellement <sup>62</sup>, dans les modèles d'équations structurelles (MES), les indicateurs sont présentés comme des fonctions linéaires de la variable latente qu'ils représentent plus un terme d'erreur (1). Les modèles d'équations structurelles offrent une estimation simultanée de plusieurs relations de dépendance, en considérant les erreurs de mesure (Roussel et al., 2002).

Le modèle global d'équations structurelles se présente en deux plans (Lacroux, 2011) (cf. figure 22). Le modèle de mesure est relatif aux relations entre les indicateurs (Id) et les construits latents (V). Dans ce modèle, les variables latentes sont estimées par des combinaisons linéaires de leurs indicateurs pondérés. Le modèle structurel est relatif aux relations, entre les construits latents, qui sont estimées par le biais de régressions multiples entre les variables choisies.

Figure 22. Modèle global d'équations structurelles



Source : Lacroux, 2009

<sup>62</sup> Nous faisons, dans un premier temps, une présentation généraliste des modèles d'équations structurelles. Dans un deuxième temps, nous présenterons la méthode PLS utilisée pour nos tests empiriques quantitatifs.

Une variable latente est le regroupement de plusieurs indicateurs (autrement dit, variables manifestes ou observées) supposés représenter un phénomène sous-jacent non observable (Lacroux, 2011). Chacun de ses indicateurs pourra être réflexif ou formatif<sup>63</sup> (cf. Annexe 3). Nous présentons cette distinction ci-après car elle est fondamentale pour la spécification du modèle de mesure mais également pour le test final du modèle structurel.

### 1.2.2/ Spécification du modèle de mesure : indicateurs réflexifs versus formatifs

Un construit réflexif est une variable latente dont la mesure est assurée par des indicateurs reflétant le construit latent. Chaque indicateur permet de capturer l'essence intrinsèque du concept sous-jacent et représente son influence. La relation de causalité est censée s'opérer du construit vers ses indicateurs. Ainsi, les indicateurs, d'un même construit réflexif, doivent être significativement et positivement corrélés (Jarvis et al., 2003 ; Lacroux, 2011). De plus, les indicateurs doivent être interchangeables (Jarvis et al., 2003). Un construit réflexif est estimé à partir d'un ensemble de régressions simples (Crié, 2005) et doit avoir l'ensemble de ses items « réflexifs » afin d'être en cohérence avec l'algorithme de résolution qui suppose que les corrélations entre les indicateurs d'une variable latente du modèle sont *causées* par cette dernière (Crié, 2005). Dès lors, les indicateurs sont considérés comme « dépendants » des variables latentes (Crié, 2005).

$$x_i = \lambda_{i1}\xi_1 + \delta_i \quad (1)$$

$x_i$  est le  $i^{\text{ème}}$  indicateur de la variable latente  $\xi_1$  qui l'affecte  $x_i$  et  $\xi_1$  représente les déviations autour de la moyenne ;

$\delta_i$  est l'erreur de mesure pour ce  $i^{\text{ème}}$  indicateur ( $\delta_i$  admet les caractéristiques d'une erreur aléatoire) ;

$\lambda_{i1}$  est le coefficient de régression représentant l'effet de  $\xi_1$  sur  $x_i$ .

Un construit formatif, en revanche, est déterminé par ses indicateurs. Le sens de causalité va, ici, des mesures au construit. De ce fait, les indicateurs ne sont pas nécessairement corrélés.

$$n_1 = \gamma_{11}x_1 + \gamma_{21}x_2 + \gamma_{31}x_3 + \zeta_1 \quad (2)$$

Les coefficients  $\gamma_i$  sont des paramètres structuraux qui reflètent l'importance des effets des indicateurs formatifs  $x_i$  sur  $n_1$ . Selon Crié (2005), la différence avec un modèle en composantes principales réside au travers du terme d'erreur ( $\zeta$ ) qui constitue la part du

<sup>63</sup> Annexe 3 : Distinction entre construits réflexifs et formatifs (d'après Diamantopoulos et al., 2008).

construit non expliquée par les  $x'_i$ . Etant donné qu'il n'y a qu'une variable latente pour p indicateurs au lieu de p facteurs, la variable latente peut alors devenir une simple fonction linéaire pondérée de ses mesures, et ce, dans l'hypothèse où l'erreur ( $\zeta$ ) n'est pas considérée dans l'équation reliant le construit formatif à ses indicateurs (Edwards et Bagozzi, 2000). Diamantopoulos et Winklhofer (2001) proposent de fixer à 0 la valeur de ( $\zeta$ ), dès que la variable formative n'émet qu'un seul lien en direction d'un autre construit.

Pour ce qui est des construits formatifs, Diamantopoulos et Winklhofer (2001), Rossiter (2002) et Crié (2005) proposent quatre étapes à respecter dans la construction d'un index<sup>64</sup> :

- spécifier le contenu (sélectionner « l'ensemble » des indicateurs, en évitant tout de même de surcharger le construit<sup>65</sup>). Ces indicateurs sont issus de la littérature ou bien à partir du terrain dans le cadre d'une étude exploratoire ;
- vérifier que les indicateurs définissent le construit (des changements dans les indicateurs devraient causer des changements dans le construit);
- évaluer la colinéarité des indicateurs en examinant l'inverse de la matrice de corrélations. La diagonale de cette matrice est composée de ratios appelés « facteurs d'inflation de variance » (*VIF*)<sup>66</sup>, qui indiquent la part de variance d'une variable expliquée par les autres variables ;
- estimer la validité externe du construit formatif. Cela revient à s'assurer de la validité prédictive (ou nomologique) de la variable en question vis-à-vis d'une ou plusieurs variables du modèle de recherche (Lacroux, 2009).

Du fait des spécificités des indicateurs formatifs, ceux-ci peuvent être peu (ou pas) corrélés<sup>67</sup> (Jarvis et al, 2003) et ainsi présenter une faible valeur à l'alpha de Cronbach (Bollen et Lennox, 1991 ; Crié (2005). Pour ces construits, Nunnally et Berstein (1994) précisent que les analyses d'homogénéité de type Alpha de Cronbach ne sont d'aucune utilité. Comme ces indicateurs déterminent un construit, il convient d'être extrêmement vigilant dans le choix mais aussi dans la suppression de ceux-ci pour des raisons de performance de tests

---

<sup>64</sup> L'index (relatif aux indicateurs formatifs) est l'équivalent de la construction des échelles de mesure classique.

<sup>65</sup> Rossiter (2002), précise qu'il est impossible de capturer tous les indicateurs relatifs à un construit. L'objectif étant de représenter au mieux le construit (sans omettre des indicateurs essentiels à l'index), sans pour autant basculer dans *un recensement exhaustif des items*.

<sup>66</sup> Cette procédure d'évaluation de la multi-colinéarité est préconisée par Kline (2005).

<sup>67</sup> Il serait d'ailleurs préférable qu'il n'y ait pas (ou peu) de corrélations entre les indicateurs formatifs, afin d'éviter un problème de multi-colinéarité (Crié, 2005).

statistiques (Crié, 2005 ; Jarvis et al., 2003 ; MacKenzie, 2003 ; Rossiter, 2002). Par ailleurs, il reste indispensable d'évaluer la validité externe ou nomologique (Jarvis et al., 2003). De même, Crié (2005) précise qu'il faut être prudent au risque de multi-colinéarité entre les  $x_i$  [car les estimations des coefficients ( $\gamma_{i1}$ ) peuvent être biaisées alors qu'ils reflètent la validité du construit (Diamantopoulos et Winklhofer, 2001), sachant que le modèle formatif est estimé à partir d'une régression multiple].

Ainsi, la spécification du modèle de mesure doit faire l'objet d'une démarche réfléchie. Il est important d'éviter ce que l'on appelle les erreurs de spécification du modèle, notamment par l'utilisation inappropriée de construits réflexifs et formatifs, car cela a des incidences significatives sur le test du modèle ultérieur mais également sur la validité intrinsèque même des propositions théoriques formulées (Crié, 2005). En effet, les modèles de mesure formatifs (contrairement à un modèle de mesure réflexif) s'appuient sur la collecte du plus grand nombre d'indicateurs possibles, dans le but de minimiser la variance du construit non expliquée par ses variables manifestes. Dès lors, une mauvaise spécification du construit impacte la validité des résultats du modèle structurel (Anderson et Gerbing, 1982 ; Jarvis et al., 2003 ; Lacroux, 2011 ; McKenzie et al., 2005).

Dans notre recherche, nous mobilisons de manière simultanée des construits réflexifs et formatifs (que nous présenterons ultérieurement). Cette particularité invite à avoir recours à une méthode d'équations structurelles adaptée permettant des traitements adéquats. Nous utilisons, ici, la méthode PLS.

### **1.2.3/ Mobiliser les équations structurelles : le choix de la méthode PLS**

Deux types de modélisation par équations structurelles existent actuellement dans la littérature. Tout d'abord, les méthodes basées sur l'utilisation de la covariance<sup>68</sup> (*covariance based structural equation modeling*), développée par Karl Jöreskog, se sont largement développées dans les recherches francophones (Roussel, 1996) ou anglo-saxonnes (Carmeli et Gefen, 2005 ; Cohen, 1995). Elles se sont largement répandues par l'utilisation des logiciels Amos, Lisrel ou EQS en facilitant la mise en œuvre. Elles sont basées sur une méthodologie générale particulièrement utile pour spécifier, estimer, comparer et évaluer des modèles de relations entre variables et notamment pour confirmer une théorie. Elles sont particulièrement adaptées aux modèles finalisés et aux grands échantillons propices aux tests. Pour ces

---

<sup>68</sup> La terminologie anglo-saxonne des analyses de covariances se dit *covariance based structural equation modeling*.

différentes raisons, dans le cadre de notre approche exploratoire, il nous fallait trouver une autre alternative.

Initiée par Herman Wold<sup>69</sup> (1985), la méthode PLS (*Partial Least Square*) propose alors l'application des techniques de régression en moindres carrés partiels à l'estimation de modèles d'équations structurelles (Lacroux, 2011). La régression PLS décrit « les relations entre des groupes de variables indépendantes et dépendantes, dans des systèmes de type entrée-sortie comprenant de nombreuses variables » (Lacroux, 2009, p.6). PLS porte sur l'analyse des variances et permet de dépasser certaines limites présentes dans les procédures classiques d'estimation par analyse des covariances et la technique du maximum de vraisemblance, dite « méthode Lisrel », et ce, pour plusieurs raisons :

- sa compatibilité avec de petits échantillons ;
- elle offre la possibilité de tester des modèles comportant des variables réflexives et formatives ;
- l'estimation du modèle de mesure et du modèle structurel est faite en simultané (Lacroux, 2011) ;
- la multi-normalité des variables n'est pas obligatoire. Les variables peuvent être nominales, d'intervalle ou continues.

Cette méthode était, donc, parfaitement adaptée aux spécificités de notre démarche et de notre modèle. Par ailleurs, les études employant la méthode PLS sont de plus en plus nombreuses. Parmi les publications récentes, on peut citer Hsu et al. (2006), Reinartz (2009) et Lacroux (2011). Ces études mettent en exergue les avantages de PLS par comparaison aux méthodes classiques. Selon Sosik et al. (2009, p.17), « la méthode PLS fonctionne mieux en pratique, parce que les données issues du terrain utilisées dans la modélisation ne sont jamais parfaites, et sont souvent fortement corrélées. En sélectionnant la meilleure combinaison linéaire pour prédire les variables dépendantes, elle fournit des coefficients structurels plus significatifs que les méthodes basées sur le maximum de vraisemblance ». Il est, cependant, important de garder à l'esprit les limites de toute méthode usitée (Tenenhaus 2008a). PLS en présente trois principales :

- les logiciels PLS sont peu diffusés ;

---

<sup>69</sup> La PLS, proposée par Wold, portait initialement le nom « soft modeling » (modélisation douce).

- la non-prise en compte des erreurs de mesures<sup>70</sup> ;
- les modèles ne peuvent fonctionner en récursif.

Le tableau ci après résume les avantages comparatifs des méthodes classiques et de la méthode PLS. Cependant, pour les raisons que nous avons précédemment explicitées (démarche exploratoire, construits formatifs et réflexifs et petit échantillon), PLS restait la méthode la plus appropriée à notre démarche. Nous gardons, toutefois, ses limites en tête pour la discussion de nos résultats ultérieurs.

Tableau 12. Résumé des avantages/inconvénients ULS-SEM *versus* PLS

	<i>ULS-SEM</i>	<i>PLS</i>
<i>The "pluses"</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Global criterion well identified</li> <li>- Use of SEM softwares</li> <li>- Parameters can be subject to constraints</li> <li>- Use of bootstrapping on all the model parameters</li> <li>- Better measurement of the quality of the theoretical model</li> <li>- Non-recursive model allowed</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- No identification problem</li> <li>- Systematic convergence of the PLS algorithm</li> <li>- General framework for multi-block data analysis</li> <li>- Robust method for small-size samples</li> <li>- Possibility of several LV's per block exists in PLS-Graph software</li> <li>- Explicit calculation of LV's integrated in PLS softwares</li> <li>- Easy handling of missing data</li> </ul>
<i>The "minuses"</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Possible difficulty in model identification</li> <li>- Possible non-convergence of the algorithm</li> <li>- Explicit calculation of LV's is outside the SEM software</li> <li>- Missing data are not permitted</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Algorithm is often closer to an heuristic than to the optimisation of a global criterion</li> <li>- It is impossible to impose constraints on the parameters</li> <li>- Measurement of the quality of the inner model is underestimated</li> <li>- Measurement of the quality of the outer model is overestimated</li> <li>- Non-recursive model prohibited</li> </ul>

Source : Tenenhaus, 2008b, p 51.

La méthode PLS est, aujourd'hui, mise en œuvre grâce à plusieurs logiciels. Un des plus anciens est LVPLS proposé par Löhmoller (1984), suivi de PLS-Graph (Chin, 1993) un logiciel complet et convivial dans le cadre du milieu académique, ainsi que XLSTAT commercialisé par Addinsoft (Fahmy, 1995). Nous choisissons d'utiliser le logiciel Smart PLS (Ringle et al., 2004) pour l'aspect complet de cet outil de recherche et son interface agréable d'utilisation.

<sup>70</sup> Afin de limiter cette non-prise en considération des erreurs de mesures, il faut que la taille de l'échantillon soit grande ainsi que le nombre d'indicateurs par variable (Lacroux, 2011).

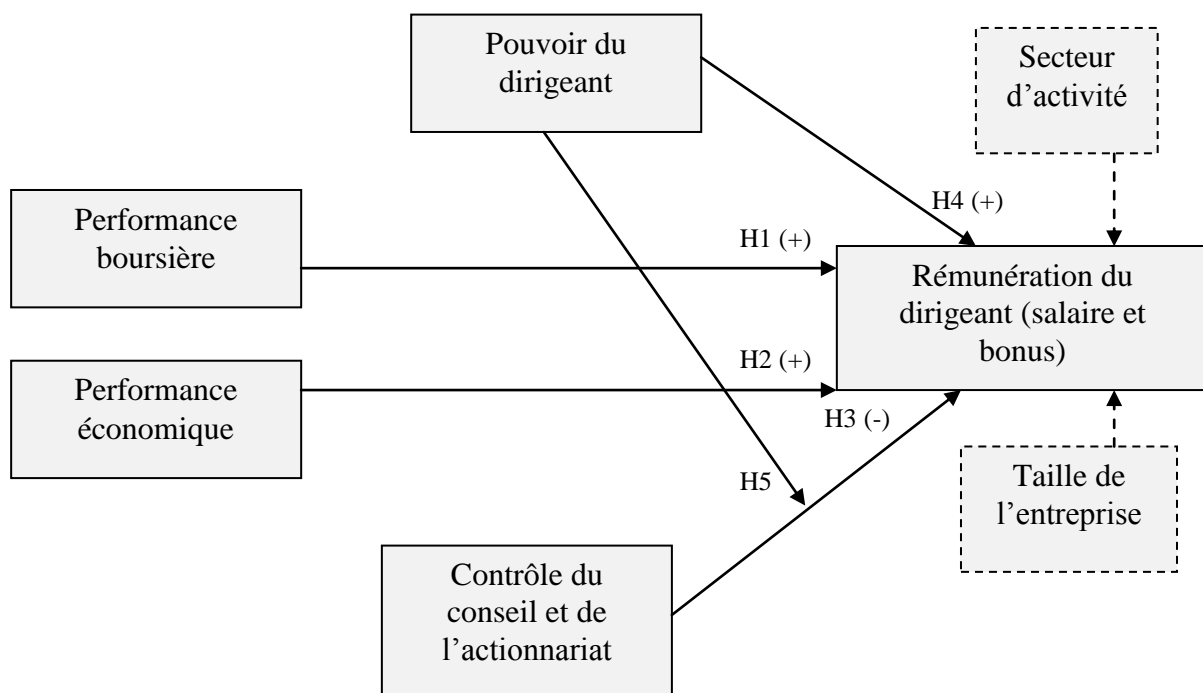
## Section 2 : Modèle de recherche et opérationnalisation

Cette seconde section est dédiée à la présentation de notre modèle de recherche. Nous rappellerons, tout d'abord, les variables mobilisées et leurs relations (cf. chapitre 3) avant de présenter l'opérationnalisation des différentes composantes de notre modèle.

### 2.1/ Rappel du modèle et des hypothèses de la recherche

Notre première série d'hypothèses est relative à l'influence de la performance de l'entreprise sur la rémunération en salaire et bonus des dirigeants. Plus précisément, nous souhaitons étudier l'influence de la performance boursière et de la performance économique (H1 & H2). Ensuite, notre étude exploratoire avait mis en évidence l'influence du contrôle du conseil et de l'actionnariat sur la rémunération, en capturant cette influence à partir d'un seul et même construit (H3). Enfin, nous avons souligné l'influence du pouvoir des dirigeants défini à partir d'un certain nombre de leurs caractéristiques propres. Ce pouvoir influe directement sur le montant de leurs rémunérations (H4) mais modère, aussi, l'influence du contrôle du conseil et de l'actionnariat (H5). Ces hypothèses se devaient également d'être testées en annulant l'effet d'un certain nombre de variables de contexte introduites dans notre modélisation comme variables de contrôle : taille de l'entreprise et secteur d'activité. La figure, ci-après, schématise notre modèle de recherche et ses principales hypothèses :

Figure 23. Modèle simplifié et hypothèses de la recherche



## 2.2/ Opérationnalisation du modèle de recherche

A présent, il convient de décrire l'opérationnalisation des différentes variables latentes (inobservables directement) du modèle afin de les appréhender de manière concrète (Diallo, 2011). Les construits peuvent être réflexifs ou formatifs (Crié, 2005). Dans notre modèle, nous rejoignons la littérature antérieure relative à l'usage simultané de construits réflexifs et formatifs (Vigliano, 2010). Le choix des indicateurs (et de leur nature) s'est précisé par notre étude de la littérature ainsi que par notre première exploration qualitative.

### 2.2.1/ Opérationnalisation de la rémunération des dirigeants

La littérature, dans sa globalité, s'accorde assez facilement sur l'opérationnalisation de ce concept (Hall et Liebman, 1998). La rémunération des dirigeants se compose d'une part dite fixe, mesurée par le salaire, et d'une part dite variable et incitative, mesurée notamment par le bonus et les stock-options<sup>71</sup>. Comme nous l'avons précédemment expliqué, nous choisissons de ne pas inclure les stock-options pour l'opérationnalisation de la rémunération des dirigeants (cf. chapitre 3). Des études antérieures (Boyd, 1994 ; Lewellen et Hunstman, 1970 ; Finkelstein et Hambrick, 1989; Vigliano, 2010) ont, par ailleurs, montré que l'opérationnalisation de la rémunération « en espèce » (Salaire et Bonus) apporterait de meilleurs résultats que lorsque l'on insérerait la « rémunération en titres » : les actions gratuites, stock-options et autres rémunérations<sup>1</sup>. Par ailleurs, nous avons fait le choix d'appréhender la rémunération des dirigeants en montant et non en variation. En effet, la variation de la rémunération d'une année sur l'autre semble être davantage impactée par des facteurs externes à l'entreprise, notamment conjoncturels, que le montant de la rémunération déterminé, lui, par des facteurs plus structurels et internes. Nous choisissons d'opérationnaliser le construit de la rémunération des dirigeants à partir du montant des salaires et bonus perçus par ces derniers sur une année donnée.

La rémunération des dirigeants a été opérationnalisée comme construit réflexif. Ce choix s'explique, tout d'abord, par la corrélation significative observée entre ces deux composantes de la rémunération des dirigeants (cf. annexe 4). Ensuite, la littérature avait également considéré l'importance du package de rémunération ainsi que l'évolution, dans les

---

Les autres rémunérations se matérialisent par les primes de départ (autrement dit, *les parachutes dorés*), les primes de bienvenue (*golden hello*), les retraites chapeaux, les jetons de présence et les avantages non pécuniaires (logement, voiture de fonction et autres). Nous n'en tiendrons pas compte dans cette recherche.



même sens, du montant des salaires et des bonus (contrairement au montant des stock-options évoluant de manière plus indépendante).

Le tableau, ci-après, rappelle les choix effectués pour la mesure du construit réflexif « rémunération des dirigeants » à travers la présentation de ses indicateurs :

Tableau 13. Indicateurs de mesure du construit réflexif « rémunération des dirigeants »

<b>Code</b>	<b>Mesure</b>
<b>Salaire</b>	Les salaires du dirigeant (P-DG) de l'entreprise sont exprimés en montant.
<b>Bonus</b>	Les bonis du dirigeant (P-DG) de l'entreprise sont exprimés en montant.

### **2.1.2/ Mesure de la performance boursière et économique de l'entreprise**

Nous avons choisi de mesurer la performance à partir de deux construits distincts, l'un boursier et l'autre économique. Cela permet ainsi de distinguer l'impact respectif de chacun sur la rémunération du dirigeant. Comme l'indiquent Weiner et Mahoney (1981), le débat sur la « performance des entreprises » est, principalement, lié au choix de la mesure de performance optimale. Bien que l'on sache que les mesures de performance des entreprises restent imparfaites, une mobilisation simultanée de plusieurs d'entre elles permet de se rapprocher de la réalité (et d'augmenter la validité du modèle).

#### *2.1.2.1/ Echelle de mesure de la performance boursière*

Dans le cadre de notre vision actionnariale de la gouvernance, nous choisissons un outil offrant la possibilité de mesurer la performance effective d'un investissement sur une période. L'évaluation de la performance boursière, notamment par « l'Alpha de Jensen », est présente dans les écrits académiques (David, Kochhar et Levitas, 1998) qui mettent en relation la performance de l'entreprise et la rémunération des dirigeants. Dès lors, ce seul indicateur « Alpha de Jensen » permettra d'opérationnaliser la performance boursière de l'entreprise.

Le construit de performance boursière est considéré comme réflexif. Il est composé d'un seul indicateur en reflétant la valeur.

Le tableau, ci-après, rappelle les choix effectués pour la mesure du construit réflexif « performance boursière » à travers la présentation de ses indicateurs :

Tableau 14. Indicateurs de mesure du construit réflexif « performance boursière »

Code	Mesure
<b>LnAlphaJensen</b>	La performance boursière est exprimée à partir du logarithme de l'alpha de Jensen.

#### 2.1.2.2/ Echelle de mesure de la performance économique de l'entreprise

La performance économique est opérationnalisée par deux indicateurs, dont l'un repose sur une mesure comptable : le rendement des actifs (*Return On Assets*), et l'autre est davantage tourné vers les opportunités de croissance de l'entreprise (*Book to Market*). Ce dernier ratio (Valeur Comptable/Valeur de Marché) a été développé dans la littérature financière, notamment par Fama et French (1992, 1993, 1995) et concerne la performance financière future de l'entreprise estimée par les actionnaires. Quand les actionnaires ont confiance, il y existe une opportunité de croissance pour l'entreprise et cela indique que la performance passée de l'entreprise est bonne (Facebook en est un exemple récent). Ce ratio est fondé sur l'hypothèse que l'observation et les croyances du passé servent à déterminer l'avenir. Si le dirigeant de l'entreprise réussit à obtenir la confiance de ses actionnaires, par l'investissement, cela traduit une augmentation de la valeur du ratio d'opportunité de croissance. Le rendement des actifs, en revanche, est une mesure comptable de la performance des entreprises (qui reflète la capacité des actifs à produire de la richesse) que l'on retrouve fréquemment dans les écrits académiques (Lambert et al., 1993 ; David et al., 1998 ; Core et al, 1999; Miller et al., 2002 ; Cordeiro et Veliyath, 2003). Ce ratio donne, en partie, des renseignements sur la stratégie financière de l'entreprise. Lorsqu'il est élevé, cela traduit une volonté de rémunérer des parties prenantes de l'entreprise.

Nous avons transformé les variables d'opportunité de croissance et de retour sur investissement car elles ne respectaient pas les critères de quasi-normalité. Les valeurs du coefficient d'aplatissement (Kurtosis) sont relativement élevées (4,720 pour le retour sur investissement et 3,652 pour l'opportunité de croissance). Dès lors une transformation par le carré, suivie d'une transformation par logarithme népérien, permet à ces deux variables de rentrer dans l'intervalle toléré (-1,5 ; 1,5) par Carricano et al. (2010). Toutefois, nous pouvions ne pas prêter attention au respect de la multi-normalité car cela ne fait pas partie des

exigences de la régression PLS (Tenenhaus, 2008a). Nous avons choisi de les transformer, à partir du logiciel d'analyse SPSS 18.0, afin d'obtenir des résultats plus puissants sur nos tests car, en présence d'un Kurtosis trop fort, les résultats du modèle peuvent être affaiblis (cf. annexe 5).

Le construit de performance économique est considéré comme réflexif du fait de la corrélation supposée par la littérature et démontré par nos données entre les deux indicateurs présentés ci-avant (cf. annexe 4).

Le tableau, ci-après, rappelle les choix effectués pour la mesure du construit réflexif « performance économique » à travers la présentation de ses indicateurs :

Tableau 15. Indicateurs de mesure du construit réflexif « performance économique »

Code	Mesure
<b>LnROACarre</b>	Le rendement des actifs est exprimé à partir du carré de la variable suivie d'une transformation logarithmique
<b>LnPtbCarre</b>	L'opportunité de croissance est exprimée à partir du carré de la variable suivie d'une transformation logarithmique

### 2.1.3/ Echelle de mesure du pouvoir du dirigeant

Nous avons mis en évidence, dans notre étude qualitative, l'importance du pouvoir du dirigeant, défini par un certain nombre de ses caractéristiques propres, sur le montant de sa rémunération. Quatre indicateurs de son pouvoir étaient ressortis: le cumul des mandats, l'ancienneté du dirigeant à son poste, l'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise et le cumul des fonctions d'exécutif et de président du conseil.

Tout d'abord, la question de l'appartenance à un réseau est essentielle, particulièrement en France. Le cumul des mandats par les dirigeants exécutifs d'entreprises cotées atteste de l'existence d'un « réseau » externe. Selon Geletkanycz et al. (2001), le nombre de mandats cumulés par le dirigeant influence positivement sa rémunération et constitue donc une composante de son pouvoir. De même, l'ancienneté du dirigeant à son poste et dans l'entreprise lui permet d'augmenter son pouvoir de négociation (notamment par la confiance créée) auprès des différentes parties prenantes de l'entreprise et donc d'augmenter son pouvoir (Beatty et Zajac, 1994 ; Finkelstein, 1992 ; Tosi et Gomez-Mejia, 1989). Enfin, le cumul des fonctions de plus haut dirigeant exécutif et de président du conseil

(P-DG) augmenterait la latitude managériale, et donc le pouvoir du dirigeant (Combs et al., 2007), notamment par l'absence de contre-pouvoir réel pour la prise de décisions.

Le construit du pouvoir du dirigeant est considéré comme réflexif du fait de la corrélation supposée par la littérature et démontré par nos données (cf. annexe 4) entre les deux indicateurs présentés ci-avant.

Le tableau, ci-après, rappelle les choix effectués pour la mesure du construit réflexif « pouvoir du dirigeant » à travers la présentation de ses indicateurs :

Tableau 16. Indicateurs de mesure du construit réflexif « pouvoir du dirigeant »

<b>Code</b>	<b>Mesure</b>
<b>Mandats</b>	Le cumul des mandats quantifie le nombre de mandats, dont dispose le dirigeant, hors de l'entreprise qu'il dirige.
<b>AncENT</b>	Le nombre d'années d'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise.
<b>Anc POST</b>	Le nombre d'années d'ancienneté du dirigeant à son poste.
<b>Cumul</b>	Cumul ou non, par le dirigeant, du poste de plus haut dirigeant exécutif et de Président du conseil.

#### **2.1.4/ Echelle de mesure du pouvoir de contrôle du conseil et de l'actionnariat**

Nous avons montré à l'issue de notre étude qualitative que les dirigeants étaient contrôlés, notamment quant au montant de leur rémunération par des mécanismes disciplinaires liés au contrôle du conseil et de l'actionnariat. Nous avons mis en évidence l'influence de trois aspects principaux :

- la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil (administration ou directoire). Ces derniers sont supposés apporter un regard objectif et partial sur le montant de rémunération des dirigeants susceptibles de conduire à rémunération plus juste de ceux-ci.
- la présence de comités spécialisés au sein du conseil tels que le comité des comptes et audits, le comité des rémunérations et des nominations et le comité stratégique. Ces comités, de par leur expertise, permettent de renforcer le contrôle de la décision managériale et, là-encore, l'attribution de montants de rémunération plus justes.
- le pourcentage d'investisseurs institutionnels présent au capital de l'entreprise. Ces investisseurs exerceraient un contrôle plus accru des dirigeants que des actionnaires dominants internes et renforceraient, ainsi, le contrôle de la rémunération des dirigeants.

Ce construit est le seul à être formatif dans notre modèle pour différentes raisons. D'une part, les indicateurs que sont, les comités dans l'entreprise, le nombre d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et le pourcentage d'investisseurs institutionnels, sont peu corrélés entre eux<sup>72</sup> (cf. annexe 4). D'autre part, ce construit a été défini par la littérature (Vigliano, 2010) comme étant formatif. Le tableau, ci-après, rappelle les choix effectués pour la mesure du construit formatif « contrôle du conseil et de l'actionnariat » à travers la présentation de ses indicateurs :

Tableau 17. Indicateurs de mesure du construit formatif « contrôle du conseil et de l'actionnariat »

<b>Code</b>	<b>Mesure</b>
<b>Indep</b>	Le nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration / directoire.
<b>PctInstit</b>	Le pourcentage d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise
<b>Comités</b>	Le nombre de comités spécialisés du conseil d'administration / directoire.

### 2.1.5/ Opérationnalisation des variables de contrôle

La taille de l'entreprise est susceptible de faire varier les relations posées en hypothèses dans notre recherche (Albouy, 2004 ; Ciscel et Caroll, 1980 ; Cordeiro et Veliyath, 2003 ; Jensen et Murphy, 1990). Il en est de même pour le secteur d'activité, selon O'Reilly et al. (1988) ainsi que Finkelstein et Hambrick (1990). La taille de l'entreprise est mesurée, dans notre recherche, en chiffre d'affaires et les entreprises ont été classifiées autour de 5 secteurs d'activité. Le tableau, ci-après, rappelle les choix effectués pour l'opérationnalisation de nos variables de contrôle :

Tableau 18. Opérationnalisation des variables de contrôle

<b>Code</b>	<b>Mesure</b>
<b>LnCA_1</b>	Le logarithme du chiffre d'affaires de l'entreprise
<b>Secteur d'activité</b>	Répartition entre les services, l'industrie, les nouvelles technologies, les biens de consommation et les sociétés financières

<sup>72</sup> La corrélation entre les indicateurs est une condition nécessaire à l'existence d'un construit réflexif.

Cependant, les variables de taille et de secteur d'activité étant très fortement corrélées, nous avons décidé de ne garder que la taille de l'entreprise comme variable de contrôle pour nos tests ultérieurs<sup>73</sup>.

## 2.2/ Test du modèle de mesure

Les études utilisant l'approche PLS sont relativement récentes (Haenlein et Kaplan (2004), Brunhn et al (2008) et Sosik et al. (2009). Nous avons expliqué qu'elle demandait une procédure de validation et d'estimation en deux temps : validation du modèle de mesure et test du modèle structurel. Ici, nous présentons les résultats liés au test du modèle de mesure.

### 2.2.1/ Test de la significativité des coefficients

La validation du modèle de mesure nécessite, au préalable, qu'une distinction réfléchie ait été faite entre les construits réflexifs et formatifs (Crié, 2005 ; Diamantopoulos et Siguaaw, 2006). En effet, les procédures de validation de ces types de construits sont différentes. Néanmoins, quelle que soit la nature du construit, la significativité des coefficients, par *Bootstrapping*, est indispensable pour pouvoir tester la validité des modèles de mesure et structurel. La procédure du *Bootstrapping* réplique l'estimation du modèle sur un grand nombre d'échantillons constitués aléatoirement dans l'échantillon principal. Les coefficients doivent être significatifs<sup>74</sup> sur l'ensemble des échantillons testés (conformément au t de Student). Nous procédons par étapes en vérifiant les indicateurs les plus significatifs, en supprimant les indicateurs non significatifs, un par un, et cela jusqu'à l'obtention d'un ensemble d'indicateurs significatifs. Nous reviendrons, dans la discussion, sur le sens et l'interprétation de la suppression de ces indicateurs.

Le tableau, ci-après, présente la synthèse des résultats de test du modèle de mesure avant suppression des indicateurs non significatifs.

---

<sup>73</sup> (F= 4,033; Sig.= 0,055)

<sup>74</sup> Selon Kline (2005), la significativité des coefficients constitue un indicateur de significativité des résultats.

Tableau 19. Résultats du test du modèle de mesure avant suppression d'indicateurs non significatifs

<b>Construits /Index<sup>75</sup></b>	<b>Indicateurs</b>	<b>Résultats du Bootstrap</b>
<b>Pouvoir du dirigeant</b>	Ancienneté dans l'entreprise	1,969**
	Cumul des fonctions	1,029
	Mandats du dirigeant (hors de son entreprise)	1,176
<b>Contrôle du conseil et de l'actionnariat</b>	Nombre d'administrateurs indépendants	2,161**
	Nombre de comités	0,112
	Pourcentage d'investisseurs institutionnels	1,939*
<b>Performance économique</b>	Opportunité de croissance	2,651***
	Return on Asset	3,001***
<b>Rémunération</b>	Salaires	6,704***
	Bonus	16,849***

\*\*\* Significatif à 1% ; \*\* Significatif à 5% ; \* Significatif à 10%

On remarque que les indicateurs : « cumul des fonctions » et « mandats du dirigeant » ainsi que « le nombre de comités » s'avèrent non significatifs. Nous supprimons, tout d'abord, les deux indicateurs les moins significatifs, à savoir « le nombre de comités » et « le cumul des fonctions ». A l'issue de cette procédure, le cumul des mandats s'avère significatif. Dès lors, tous les indicateurs retenus se révèlent significatifs dans le tableau ci-après.

Tableau 20. Résultats du test du modèle de mesure après suppression d'indicateurs non significatifs

<b>Construits /Index</b>	<b>Indicateurs</b>	<b>Résultats du Bootstrap</b>
<b>Pouvoir du dirigeant</b>	Ancienneté dans l'entreprise	3,266 ***
	Mandats du dirigeant (hors de son entreprise)	1,672*
<b>Contrôle du conseil et de l'actionnariat</b>	Nombre d'administrateurs indépendants	2,447**
	Pourcentage d'investisseurs institutionnels	2,482**
<b>Performance économique</b>	Opportunité de croissance	2,643***
	Return on Asset	3,007***
<b>Rémunération</b>	Salaires	6,402***
	Bonus	20,643***

\*\*\* Significatif à 1% ; \*\* Significatif à 5% ; \* Significatif à 10%

<sup>75</sup> Les construits performance boursière, taille de l'entreprise et secteur d'activité n'ont pas fait l'objet de cette procédure du fait de leur unique indicateur de mesure.

### 2.2.1.2/ Validation des construits réflexifs

De manière générale, la procédure de test des construits revient à évaluer la capacité des indicateurs à mesurer le construit latent (Drucker et al., 1999). Selon Lacroux (2011), le chercheur doit s'assurer de :

- la cohérence interne<sup>76</sup> des construits (dimension par dimension). L'outil de mesure de la fiabilité du construit réflexif, souvent utilisé, est l'alpha de Cronbach<sup>77</sup> (Lacroux, 2011). Toutefois, dans le cadre de notre recherche, il n'est pas une solution satisfaisante. En effet, notre modèle présente des construits constitués de seulement deux items, alors que l'alpha de Cronbach est sensible au nombre d'items (Hulin et al., 2001). Selon Tenenhaus et al (2005b), il est préférable d'utiliser le Rho de Jöreskog à l'alpha de Cronbach (Chin et al., 1996 ; Chin, 1998) pour l'évaluation de l'unidimensionnalité dans ce cas. Une valeur proche ou supérieure à 0.7 indique une bonne cohérence interne de chaque dimension. La formule du Rho de Jöreskog est la suivante (Chin, 2000):

$\rho_c = \frac{(\sum \lambda_i)^2 \text{var } F}{(\sum \lambda_i)^2 \text{var } F + \sum \Theta_{if}}$	Lambda = contribution factorielle (loading) F = construit Thêta = variance d'erreur
---	---

- la validité convergente est mesurée par le *Rhovc*, selon le critère de Fornell et Larcker (1981) qui implique que le pourcentage de variance extraite par les indicateurs d'un construit (*Average Variance Extracted*) soit supérieur à 50% (0.5). Ainsi, chaque indicateur standardisé partage plus de variance avec son construit (latent) qu'avec son erreur de mesure (Lacroux, 2011). Ci-dessous la formule de calcul :

$AVE = \frac{\sum \lambda_i^2 \text{var } F}{\sum \lambda_i^2 \text{var } F + \sum \Theta_{if}}$	Lambda = contribution factorielle (loading) F = construit Thêta = variance d'erreur
--	---

<sup>76</sup> La cohérence interne est aussi appelée « homogénéité ou consistance ».

<sup>77</sup> Selon Igalens et Roussel (1998) : « ce coefficient permet de vérifier si tous les items se réfèrent à des notions communes, autrement dit si chaque item présente une cohérence avec l'ensemble des autres items de l'échelle » (Cité par Lacroux, 2011). Ci-dessous la formule du coefficient (N correspond au nombre d'éléments dans l'analyse ; r est le coefficient inter-item moyen).

$$\alpha = \frac{N * \bar{r}}{1 + (N - 1) * \bar{r}}$$



Le tableau, ci-dessous, présente les résultats obtenus pour les construits réflexifs de notre modèle sur ces deux critères.

Tableau 21. Cohérence interne et validité convergente des construits réflexifs<sup>78</sup>

	<b>Perf économique</b>	<b>Pouvoir dirigeant</b>	<b>Rémunération</b>
<b>Variance moyenne extraite (AVE)</b>	0,71	0,53	0,7
<b>Rho de Jöreskog (Composite Reliability)</b>	0,83	0,69	0,82

Les tests de cohérence interne et de validité convergente des construits réflexifs de notre modèle font apparaître des résultats acceptables conformément aux seuils requis.

Par ailleurs, le niveau (>0,5) et la significativité des contributions factorielles (*factor loadings*), exprimés par l'algorithme PLS, permettent aussi de conclure à une validité convergente (Roussel et al., 2002).

Tableau 22. Résultats de l'algorithme

<b>Construits/Index</b>	<b>Indicateurs</b>	<b>Résultats de l'algorithme</b>
<b>Contrôle du conseil et de l'actionnariat</b>	Nombre d'administrateurs indépendants	0,614*
	Pourcentage d'investisseurs institutionnels	0,603*

Significatif à partir de 0,5\* (Roussel et al, 2002)

- la validité discriminante est évaluée selon la formule de Fornell et Larcker (1981). Ainsi, « la validité discriminante entre deux dimensions est établie, lorsque la variance moyenne extraite par chacune de ces dimensions est supérieure au carré de leur corrélation » (Diallo et Philippe, 2011). Les critères de validité discriminante sont remplis: (1) lorsque la valeur des items d'un construit se distingue suffisamment des items censés mesurer d'autres phénomènes proches par l'examen des contributions croisées (Lacroux, 2011). Il convient d'examiner, aussi, les corrélations entre

<sup>78</sup>Les construits performance boursière, taille de l'entreprise et secteur d'activité n'ont pas fait l'objet de cette procédure du fait de leur unique indicateur de mesure.

construits latents (Sosik et al., 2009) (2). Par ce test, on s'assure que la variance partagée entre les construits latents (mesurée par les corrélations entre construits) est inférieure à la variance partagée par un construit avec ses indicateurs (mesurée par la racine carré de la variance moyenne extraite).

Les tableaux ci-après présentent les résultats de ces deux procédures.

Tableau 23. Contributions croisées

<b>Contributions croisées<sup>(1)</sup> (cross loadings)</b>	<b>Perform boursière</b>	<b>Perform économiq</b>	<b>Pouvoir dirigeants</b>	<b>Rémunér dirigeant</b>	<b>Taille de l'entreprise</b>
<b>LnAlphaJensen</b>	1	0,11801	-0,009061	-0,072479	-0,022625
<b>LnPtbcarre</b>	0,130162	0,824381	0,19407	-0,095477	-0,022172
<b>LnROACarre</b>	0,072742	0,864118	0,096727	-0,107381	-0,009067
<b>AncENT</b>	0,006627	0,201807	0,869496	0,238396	0,129206
<b>Mandats</b>	-0,029435	0,00111	0,557069	0,088284	-0,03871
<b>Salaire</b>	0,03249	-0,186075	0,094785	0,755222	0,179891
<b>Bonus</b>	-0,120742	-0,050138	0,276126	0,911755	0,279145
<b>LnCA_1</b>	-0,022625	-0,01802	0,088425	0,282938	1

(1) Toutes les contributions sont significatives : la procédure de *bootstrap* donne les valeurs de  $t > 1,64$  pour tous les indicateurs.

Tableau 24. Corrélations entre les construits latents

	<b>Perform boursière</b>	<b>Perform économiq</b>	<b>Pouvoir dirigeants</b>	<b>Rémunér dirigeant</b>	<b>Taille de l'entreprise</b>
<b>Perform boursière</b>	1*				
<b>Perform économiq</b>	0,11801	0,84*			
<b>Pouvoir dirigeants</b>	-0,009061	0,168606	0,73*		
<b>Rémunér dirigeants</b>	-0,072479	-0,120389	0,242254	0,83*	
<b>Taille de l'entreprise</b>	-0,022625	-0,01802	0,088425	0,282938	1*

(\*) Racine carré de la variance moyenne extraite

L'examen des contributions croisées et des corrélations des construits réflexifs de notre modèle font apparaître des résultats acceptables conformément aux seuils requis.

### 2.2.1.3/ Validation des construits (ou index) formatifs

Dans le cadre de notre modèle, nous retrouvons des modèles de mesure réflexifs et formatifs<sup>79</sup>. Ainsi, en présence d'un *index*, les tests de multi-colinéarité sont nécessaires afin d'éviter que la stabilité des coefficients ne soit affectée. De plus, il est nécessaire que l'ensemble des contributions soit significatif. Ici, notre construit formatif est celui mesurant le « contrôle de l'actionnariat et du conseil ».

#### Test de multi-colinéarité

La présence d'un modèle de mesure formatif, fondé sur des systèmes de régressions multiples, nécessite l'absence de multi colinéarité entre les indicateurs afin de ne pas entacher la stabilité de leurs coefficients (Diamantopoulos et Winklhofer, 2001 ; Mackenzie et al., 2005 ; Vigliano, 2010). Le test de multi colinéarité est réalisé à partir de la fonction VIF (*Variance Inflation Factor*). Ce test mesure le degré d'augmentation de l'erreur standard en raison du degré de corrélation Xj avec les autres prédicteurs (Evrard et al., 2003). Vigliano (2010) précise qu'un VIF inférieur à 4 présente de faibles problèmes de multi-colinéarité, qui sont acceptables. Selon Chatterjee et Price (1991)<sup>80</sup> deux règles permettent d'évaluer l'indice VIF :

- la valeur de la VIF doit être inférieure à 10, afin d'éviter la présence indéniable de multi-colinéarité ;
- la moyenne de l'ensemble des VIF doit être inférieure ou proche de 1, afin d'éviter des problèmes de multi-colinéarité.

Tableau 25. VIF des indicateurs pour le construit « contrôle de l'actionnariat et du conseil »

<b>Indicateurs</b>	<b>VIF</b>
<b>Nombre d'administrateurs indépendants</b>	1,789
<b>Nombre de comités</b>	1,265
<b>Pourcentage d'investisseurs institutionnels</b>	1,270
<b>Moyenne VIF</b>	1,441333333

Les conditions nécessaires pour éviter les problèmes de multi-colinéarité sont réunies pour le construit « contrôle de l'actionnariat et du conseil ». D'après les résultats présentés dans le tableau ci-dessus, la valeur maximale de la VIF est de 1,789, ce qui est bien en deçà

<sup>79</sup> Les construits formatifs portent aussi le nom d'*index* dans la littérature (Vigliano, 2010).

<sup>80</sup> Cités par Rabe-Hesketh et Everitt (2000). Chatterjee S. et Price, B. (1991), *Regression Analysis by example*, 2nd Edition, New York, Wiley.

du seuil de 10 autorisé. De plus, la moyenne est de 1,44, donc là encore les problèmes de multi-colinéarité sont très faibles et acceptables car loin de la valeur 4 (Vigliano, 2010).

### Test de significativité

Le principe du test t consiste à déterminer si la valeur d'espérance  $\mu$  d'une population de distribution normale et l'écart-type  $\sigma$  non connu est égale à une valeur déterminée  $\mu_0$ . Pour ce faire, on tire de cette population de taille  $n$  dont on calcule la moyenne et l'écart-type empirique  $s$ . Selon l'hypothèse nulle, la distribution d'échantillonnage de cette moyenne se distribue elle aussi normalement avec un écart-type  $\sigma = s/\sqrt{n}$ . La variable :  $t = (\text{moy} - \mu_0)/(s/\sqrt{n})$ , suit alors une loi de Student avec  $n-1$  degrés de liberté.

Tableau 26. Test de significativité pour le construit « contrôle de l'actionnariat et du conseil »

Indicateur	Significativité Valeur de $t^{81}$
Nombre d'administrateurs indépendants	2,161**
Pourcentage d'investisseurs institutionnels	1,939**

\*\*\*Significativité à 1% ; \*\* Significativité à 5% ; \*Significativité à 10%.

Les résultats de la procédure du bootstrap nous présentent des résultats de significativité acceptables pour le construit auquel nous nous intéressons sur ses deux indicateurs. L'indicateur « nombre de comités », que nous avons précédemment supprimé, ne satisfaisait pas, encore une fois, ce test (significativité = 0,112 < 1,64).

### **Section 3. Test des hypothèses par estimation du modèle structurel**

Le modèle structurel reproduit les relations supposées entre les construits latents (Jarvis et al., 2004).. Ainsi, l'estimation du modèle structurel permet le test des hypothèses. Ces dernières seront validées en fonction de la significativité des relations structurelles que l'on obtient. Les coefficients de détermination<sup>82</sup> ( $R^2$ ), procurent une estimation de la qualité du modèle global et, informent de la variance expliquée des variables endogènes (Lacroux, 2008). Selon Chin (1998), les coefficients structurels doivent, au minimum, être égaux à (ou proche de) 0,2. Pour tester notre modèle, nous adopterons une procédure pas-à-pas (plusieurs étapes) en poursuivant le test de notre modèle une fois les relations non significatives écartées. Nous reviendrons, dans notre discussion, sur les implications de cette procédure.

<sup>81</sup> Les valeurs sont significatives à partir de 1,64 (Chin, 1998).

<sup>82</sup> Selon Falk et Miller (1992), un *bon modèle*, par régression PLS, doit avoir des coefficients de détermination supérieure à 0,1.

### 3.1/Test du modèle structurel sans effet modérateur

Le tableau ci-après présente les résultats du test du modèle structurel par bootstrap (cf. annexe 6) et par algorithme (cf. annexe 7). Nous présentons, tout d'abord, les résultats sans considérer notre effet modérateur puis, dans un second temps, nous introduisons celui-ci.

Tableau 27. Test du modèle structurel par bootstrap (1<sup>ère</sup> étape)

<b>Relation entre construits (ou <i>index</i>)</b>	<b>Résultats du bootstrap</b>
Pouvoir du dirigeant => Rémunération du dirigeant	1,642*
Contrôle du conseil et de l'actionnariat => Rémunération du dirigeant	3,948***
Taille de l'entreprise => Rémunération du dirigeant	3,111***
Performance boursière => Rémunération du dirigeant	0,216
Performance économique => Rémunération du dirigeant	0,119

\*\*\*Significativité à 1% ; \*\* Significativité à 5% ; \*Significativité à 10%.

Tableau 28. Test du modèle structurel par algorithme (1<sup>ère</sup> étape)

<b>Relation entre construits (ou <i>index</i>)</b>	<b>Résultats de l'algorithme</b>
Pouvoir du dirigeant => Rémunération du dirigeant	0,161
Contrôle du conseil et de l'actionnariat => Rémunération du dirigeant	0,362*
Taille de l'entreprise => Rémunération du dirigeant	0,258*
Performance boursière => Rémunération du dirigeant	0,018
Performance économique => Rémunération du dirigeant	0,010

Les coefficients structurels sont significatifs à partir de 0,2\* (Chin, 1998).

Nos résultats présentent des valeurs non significatives pour nos hypothèses H1 et H2. En effet, la performance boursière et la performance économique de l'entreprise ne semblent pas exercer d'influence significative sur la rémunération des dirigeants. Dès lors, pour tester nos autres hypothèses, nous poursuivons notre procédure de test en écartant les construits à l'influence non significative.

Les tableaux, ci-après, présentent les résultats du test de notre modèle structurel une fois les construits de performance écartés par bootstrap (cf. annexe 8) et par algorithme (cf. annexe 9).

Tableau 29. Test du modèle structurel par bootstrap (2<sup>ème</sup> étape)

<b>Relation entre construits (ou <i>index</i>)</b>	<b>Résultats du bootstrap</b>
Pouvoir du dirigeant => Rémunération du dirigeant	1,708*
Contrôle du conseil et de l'actionnariat => Rémunération du dirigeant	4,508***
Taille de l'entreprise => Rémunération du dirigeant	3,020***

\*\*\*Significativité à 1% ; \*\* Significativité à 5% ; \*Significativité à 10%.

Tableau 30. Test du modèle structurel par algorithme (2<sup>ème</sup> étape)

Relation entre construits (ou <i>index</i> )	Résultats de l'algorithme
Pouvoir du dirigeant => Rémunération du dirigeant	0,158
Contrôle du conseil et de l'actionnariat => Rémunération du dirigeant	0,369*
Taille de l'entreprise => Rémunération du dirigeant	0,259*

Les coefficients structurels sont significatifs à partir de 0,2\*(Chin, 1998).

Les résultats ci-dessus, relatifs aux hypothèses H3 et H4, sont significatifs. Pour l'hypothèse H4, le seuil de 0,2 pour la procédure de test par l'algorithme n'est pas totalement respecté. En revanche, compte-tenu des résultats significatifs obtenus par la procédure du bootstrap, nous décidons de valider une influence significative mais positive de notre hypothèse. Dès lors, l'hypothèse H3 est infirmée. Par ailleurs, nos résultats montrent une influence significative et positive de la variable de contrôle « taille de l'entreprise ».

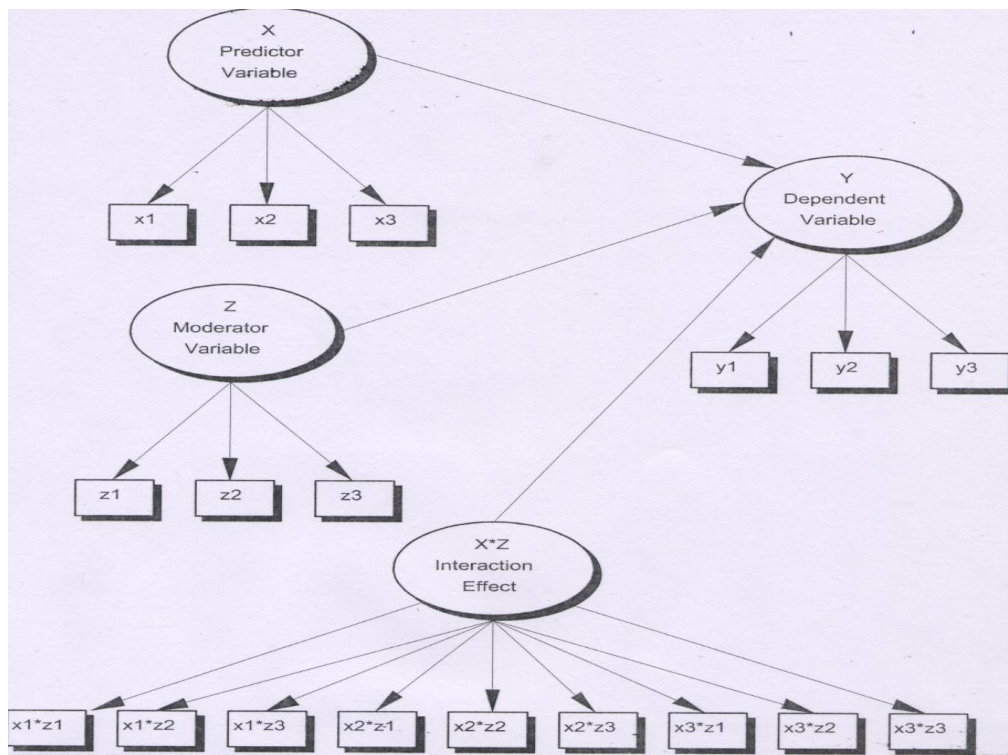
### 3.2/ Test des effets modérateurs

Baron et Kenny (1986) définissent une modératrice comme étant, de manière générale, une variable qualitative (ex : sexe, race, classe...) ou quantitative (ex : niveau de récompense) qui affecte la direction ou la force de la relation entre une variable dépendante ou variable prédictive et une variable dépendante ou variable prédite. Chin et al. (1996) ont adapté la méthode de régression multiple modérée de Sharma et al (1981) aux modèles de régression PLS. L'effet modérateur supposé, de la variable Z, sur la relation entre une variable X (indépendante) et une variable Y (dépendante) sera testé par la construction d'une variable multiplicative (X\*Z) (cf. figure 24). Cette nouvelle variable représente l'effet d'interaction entre la variable modératrice et la variable indépendante. Les équations de régressions sont les suivantes : Modèle 1 :  $Y = a + b1.X + b2.Z$  // Modèle 2 :  $Y = a + b1X + b2.Z + b3.(X*Z)$ .

Nous considérons qu'il y a effet modérateur lorsque deux conditions sont réunies : le coefficient de régression b3 est significatif et le coefficient de détermination ( $R^2$ ) de la deuxième régression est supérieur à celui de la première (sans effet modérateur). En revanche, si la seconde condition n'est pas remplie, il y aura un effet quasi-modérateur. Ainsi, une variable multiplicative a été construite afin de tester l'effet modérateur du pouvoir du dirigeant sur la relation entre le « contrôle du conseil et de l'actionnariat » et « la rémunération du dirigeant ». Pour tester, ici, notre effet modérateur supposé par notre hypothèse H5, nous n'avons conservé que les construits ayant témoigné d'une influence

significative dans les précédents tests. La performance de l'entreprise (boursière et économique) est donc exclue de cette procédure. Le tableau, ci-après, présente les résultats du test de notre effet modérateur.

Figure 24. Test des effets modérateurs



Source : Chin et al. (1996)

Tableau 31. Effet modérateur du « pouvoir du dirigeant »

Equations testées	Coefficients de régression PLS (et sa significativité)	Coefficient de détermination
$Y = a + b_1.X + b_2.Z$ Y=Rémunération du dirigeant; X=Pouvoir de contrôle du conseil et de l'actionnariat; Z=Pouvoir du dirigeant.	$b_1 = 0,369 \quad t = 4,364^{***}$ $b_2 = 0,158 \quad t = 1,68^*$	0,26
$Y = a + b_1.X + b_2.Z + b_3.(X*Z)$	$b_1 = 0,108 \quad t = 0,690$ $b_2 = 0,088 \quad t = 0,598$ $b_3 = 0,425 \quad t = 1,993^{**}$	0,287

\*\*\*Significativité à 1% ; \*\* Significativité à 5% ; \*Significativité à 10%.

### Effet modérateur par le $f^2$

Le calcul de l'effet modérateur par le  $f^2$  permet d'évaluer le degré d'existence de l'interaction et l'intensité de celle-ci. Celui-ci se calcule selon la formule suivante (Chin et al., 2003) :

$$f^2 = \frac{R^2 \text{ du modèle avec modérateur et interaction} - R^2 \text{ du modèle avec relation explicative}}{1 - R^2 \text{ du modèle avec relation explicative}}$$

$0,02 < f^2 < 0,15$  : effet modérateur faible ;  $0,15 < f^2 < 0,35$  : effet modérateur moyen ;  
 $f^2 < 0,35$  : effet modérateur fort

$$f^2 = ((0,287 - 0,26) / (1 - 0,26))$$

$f^2 = 0,035$ . Nous obtenons un effet modérateur faible

Le tableau, ci-dessus, confirme la significativité de notre effet modérateur (cf. annexe 10). Ainsi, quand le pouvoir du dirigeant augmente, il apparaît que le lien positif du « contrôle du conseil et de l'actionnariat » sur la rémunération des dirigeants augmente (relation positive). Nous n'avons pas posé d'hypothèse précise, dans notre étude qualitative sur le sens de la modulation. Nous présenterons, dans notre discussion, les implications de ce résultat.

A l'issue de notre étude quantitative, nous ne validons pas nos hypothèses H1, H2 et H3 et confirmons nos hypothèses H4 et H5. Nous confirmons, aussi, l'influence de la variable de contrôle « taille de l'entreprise » sur les relations considérées.



## **Chapitre 5. Discussion et conclusion**

Ce dernier chapitre sera consacré à la discussion des résultats de notre recherche ainsi qu'à un certain nombre de remarques conclusives. Nous présenterons, notamment, certains développements issus de nos résultats avant de récapituler les apports, limites et voies de recherche offerts par notre travail.

### **Section 1. Discussion des résultats de la recherche**

Notre discussion des résultats s'articulera autour de deux volets. Dans un premier temps, nous reviendrons sur les implications des modèles de mesure de nos différents construits ainsi que sur leurs tests. Dans un second temps, nous discuterons des résultats issus du tests de nos hypothèses enrichis par les apports de notre étude qualitative.

#### **1.1/ Discussion des modèles de mesure et de leur test**

Il est important de revenir sur les modalités d'opérationnalisation de nos différents construits. Ces choix ont été guidés par notre étude qualitative, notamment pour le choix des items, puis affinés par les tests des modèles de mesure mis en œuvre dans notre étude quantitative. Ils méritent d'être questionnés du fait de leur influence sur le test de notre modèle de recherche final.

##### **1.1.1/ Discussion de l'opérationnalisation et du test du modèle de mesure du « pouvoir du dirigeant »**

Notre étude qualitative par entretiens semi-directifs et questionnaires nous a permis de faire émerger le construit de « pouvoir du dirigeant ». Celui-ci a été initialement défini par quatre indicateurs présentant chacun l'une de ses différentes facettes : l'ancienneté du dirigeant en poste, l'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise, le cumul des mandats ainsi que le cumul des fonctions (ou non). Lors des tests du modèle de mesure de ce construit réflexif, nous avons été amenés à ne conserver que deux de ses indicateurs : l'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise et le cumul des mandats. Le premier semble refléter un pouvoir de réseau interne du dirigeant et le second un pouvoir de réseau externe au sein de son environnement d'affaires. *A contrario*, les indicateurs ancienneté en poste et cumul des fonctions ne sont pas apparus significatifs.

Il semblerait, tout d'abord, que l'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise détermine davantage son « pouvoir » que son ancienneté au poste. Cela pourrait s'expliquer par un système de promotion interne à *la française*. Nous constatons à deux reprises dans notre étude qualitative que les dirigeants sont principalement issus de la promotion interne. Le fait d'être un ancien de l'entreprise offre davantage de légitimité à l'entrée en poste puisqu'un climat de confiance s'est développé durant les années de services du dirigeant à d'autres fonctions. Dès lors, l'entreprise à *la française* pourrait être perçue comme une grande famille, dont les liens s'opèrent par des effets de réseaux, notamment ici internes. En effet, si le dirigeant est issu d'un système de promotion interne, il accède à son poste en ayant noué des relations privilégiées avec l'ensemble des membres de l'entreprise (ainsi qu'avec ses parties prenantes) et notamment le président du conseil qui se charge de sa nomination (Finkelstein, 1992). Dans ce cas de figure, le contrôle du président sur l'exécutif perd de sa dimension disciplinaire et les relations s'établissent plutôt sur une base de confiance nouée au fil du temps. L'idée qu'une ancienneté dans l'entreprise favorise le pouvoir du dirigeant s'est confirmée dans les résultats de notre étude quantitative. L'ancienneté au poste ne semble plus trouver sa place dans le modèle de mesure. Les résultats de notre étude quantitative présentent, d'une part, une faible variance de l'indicateur ce qui reflète sa faible représentativité au sein du construit. En revanche, l'ancienneté du dirigeant au sein de l'entreprise est un indicateur qui explique nettement mieux la série statistique et représente convenablement le construit du pouvoir du dirigeant. De mêmes arguments peuvent également expliquer la non significativité de l'indicateur « cumul des fonctions ». L'effet réseau, très présent, dans nos entreprises françaises, pourrait conduire à des mécanismes de cooptation qui réduiraient l'importance d'une séparation officielle des fonctions de direction et de contrôle dans l'entreprise.

Dans une perspective disciplinaire, ces résultats pourraient être explicités par un enracinement intentionnel du dirigeant dans une entreprise donnée (Schleifer et Vishny, 1989). Il s'enracinerait en interne, mais également en externe par le développement de réseaux de dirigeants. Cela pourrait l'amener à obtenir certains privilèges ainsi qu'à rechercher la maximisation de ses intérêts personnels au détriment potentiel de la performance de l'entreprise. Il deviendrait, notamment, difficilement remplaçable. Toutefois, ces caractéristiques du pouvoir des dirigeants pourraient conduire à un autre éclairage si l'on mobilise, par exemple, la théorie de l'intendance<sup>83</sup> (*stewardship*). Nous pourrions notamment

---

<sup>83</sup> Cette approche suppose que les intérêts du principal et de l'agent sont indentiques, réduisant donc le problème d'agence à néant (Depret et al, 2005, p110).

penser que, dans le système français de réseaux, des mécanismes de conservation du pouvoir et de transmission de celui-ci pourraient être un élément favorable à la performance des entreprises. De la même manière, la théorie de la *Resource Based View* (Penrose, 1959) pourrait conduire à interpréter ces caractéristiques des dirigeants comme une ressource supplémentaire, du fait de leurs réseaux, potentiellement positive pour l'entreprise. Il conviendra de discuter des implications du pouvoir du dirigeant et de ses impacts sur leurs rémunérations ultérieurement.

### **1.1.2/ Discussion de l'opérationnalisation et du test du modèle de mesure du « contrôle du conseil et de l'actionnariat »**

Notre étude qualitative avait fait ressortir l'influence conjointe du contrôle du conseil et de l'actionnariat sur les montants de rémunération attribués aux dirigeants. Ce construit avait, d'ailleurs, été opérationnalisé par trois indicateurs clefs à l'issue de cette phase de la recherche : la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil, le nombre de comités au sein du conseil ainsi que la présence d'investisseurs institutionnels au sein du capital. A travers ces indicateurs, se reflétait l'influence de mécanismes de gouvernance internes et externes susceptibles de conduire à un meilleur contrôle des dirigeants, en opposition, notamment, à des mécanismes de gouvernance plus « familiaux » privilégiant une indépendance moindre des dirigeants et de leurs censeurs. Nous avons posé l'hypothèse que ces mécanismes contribuaient à réduire les comportements discrétionnaires et opportunistes des dirigeants.

A l'issue du test de notre modèle de mesure, les indicateurs du nombre d'administrateurs indépendants et de la présence d'investisseurs institutionnels au sein du capital ont été conservés. En revanche, l'indicateur relatif au nombre de comités à lui été écarté par nos tests statistiques. Nous pouvons expliquer ce résultat par plusieurs facteurs. Tout d'abord, nous pouvons penser que les comités sont aujourd'hui une variable peu représentative et distinctive du contrôle des dirigeants comme la plupart des entreprises françaises cotées les ont désormais adoptés (de manière quasiment équivalente et notamment pour le comité des rémunérations imposé par la réglementation). Par ailleurs, il est possible que la multiplication de comités dans les entreprises ne fasse que diviser les pouvoirs. Ainsi, de nombreux comités seraient une source de petits pouvoirs se neutralisant les uns les autres.

Cela reprendrait alors le raisonnement du Général De Gaulle<sup>84</sup> (1963), de même que celui de Maati (1999) ainsi que Singh et Davidson (2003) qui considèrent pour leur part, que les conseils de petites tailles seraient plus efficaces que ceux de grandes tailles (supérieur à 8 membres). L'idée étant d'agréger les pouvoirs afin de responsabiliser ceux qui les détiennent et d'augmenter, ainsi, le contrôle des dirigeants.

### **1.1.3/ Discussion de l'opérationnalisation et du test du modèle de mesure de « la rémunération des dirigeants »**

Dans le cadre de notre recherche, nous avons cherché à connaître l'impact de la performance de l'année 2006 sur la rémunération des dirigeants, en salaire et bonus, de l'année 2007. Notre thèse s'intéresse aux déterminants de la rémunération à un instant « t ». Nous avons fait le choix de travailler sur le montant<sup>85</sup> de la rémunération afin d'appréhender si des niveaux différenciés de performance atteints par les entreprises sont susceptibles d'expliquer des écarts dans le montant global de la rémunération de leurs dirigeants.

Compte-tenu de ce choix, les stock-options, en tant que mesure incitative, ne pouvaient être mobilisées dans notre recherche car l'effet de cet outil de rémunération incitatif n'est visible que dans le temps (avec des décalages temporels quant aux plans d'attribution et des effets cumulatifs). Des tests statistiques ont d'ailleurs confirmé la non corrélation du montant de stock-options alloué avec la rémunération en espèce des dirigeants. Il aurait notamment été approprié de mener une étude longitudinale à cet effet. Nous reconnaissons, le caractère restrictif de notre étude quantitative sur ce point mais l'envisageons comme autant de perspectives de recherche futures.

## **1.2/ Discussion des résultats des études qualitatives et du test des hypothèses**

Il convient, à présent, de discuter les résultats issus de nos études qualitatives et du test de nos hypothèses (étude quantitative). Nous rappellerons, successivement, nos différents résultats avant de les commenter.

---

<sup>84</sup>Le résultat obtenu dans notre recherche reprend la logique du Général De Gaulle (1963) « L'essentiel pour moi, ce n'est pas ce que peuvent penser le comité Gustave, le comité Théodule ou le comité Hippolyte, c'est ce que veut le pays. J'ai conscience de l'avoir discerné depuis vingt-cinq ans. Je suis résolu, puisque j'en ai encore la force, à continuer de le faire » Orange, le 25 Septembre.

<sup>85</sup> Dans l'hypothèse où notre travail de recherche serait basé sur les variations, nous considérerions la relation entre le surplus ou la destruction de performance (valeur) et la hausse ou la baisse de la rémunération des dirigeants. Dans ce cas, les stock-options auraient pu être intéressantes à prendre en considération, car la rémunération en variation aurait fait ressortir le montant d'attribution potentiel de stock-options à la suite d'une performance en hausse. Cela pourrait faire l'objet d'une future recherche.

### **1.2.1/ Discussion de l'influence de la performance de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants**

Nous avons fait une proposition, à l'issue de notre revue de la littérature, d'une influence positive de la performance, tant boursière qu'économique, des entreprises sur la rémunération des dirigeants. Nous avons confirmé cela aux suites de notre étude qualitative en établissant cette relation entre la performance passée de l'entreprise et la rémunération en espèce des dirigeants. Ce lien supposé positif et significatif n'a, pourtant, été validé par notre étude quantitative n'établissant aucun lien significatif entre la performance passée de l'entreprise et la rémunération en espèce des dirigeants. Les résultats obtenus dans notre étude quantitative affichent une relation très légèrement positive (quasiment nulle) des mesures de performance boursière et économique sur le montant de la rémunération des dirigeants (cf. Jensen et Murphy a et b). Ici, on se rend compte, qu'à un instant « t », quel que soit le niveau de performance des entreprises en « t-1 », les dirigeants témoignent de montants de rémunérations en salaire et bonus proches.

Ce résultat surprenant et contradictoire avec certaines études ultérieures peut conduire à différentes interprétations. Il est possible, tout d'abord, que la rémunération en espèce soit fixée par rapport à un marché des dirigeants et dans l'optique d'une fidélisation de ceux-ci. Ainsi, les montants de rémunération s'établiraient en comparant les montants octroyés à d'autres dirigeants d'entreprises de taille similaire, par exemple et/ou en fonction des caractéristiques des dirigeants. Des niveaux de rémunération comparables à ceux de leurs pairs et suffisamment attractifs seraient proposés aux dirigeants ; l'objectif étant de les fidéliser afin d'éviter la « fuite des cerveaux » vers des entreprises plus rémunératrices. La négociation reposerait donc peu sur la performance passée. Et nous pourrions rejoindre la logique de réseau « à la française » précédemment évoquée. Ce raisonnement, plus surprenant pour le bonus que pour le salaire des dirigeants (même si valable), pourrait toutefois être amoindri par l'effet de variables conjoncturelles ou par la difficulté d'évaluer de manière précise la contribution d'un dirigeant donné à la performance d'une entreprise pour une année donnée. Il se peut que la performance ne soit pas, ou peu, liée à l'action du dirigeant et de fait le conseil peut choisir de quand même lui accorder un bonus, s'il évalue que l'action du

dirigeant était la mieux adaptée compte tenu d'autres paramètres. Nous reviendrons ultérieurement sur le rôle que le dirigeant pourrait entretenir dans cette négociation.

Nous pourrions également penser que d'autres mécanismes pourraient se révéler plus incitatifs et liés à un surcroît de performance tels que les stock-options. Enfin, le salaire et le bonus pourraient être des mécanismes garantissant une fidélisation du dirigeant et peut-être aussi des mécanismes évolutifs sur le plus long terme. Ils pourraient contribuer à inscrire le dirigeant dans une logique d'action plus pérenne et moins centrée sur la nécessité de réalisation d'investissements de très court terme, potentiellement dommageables pour la valeur de long terme de l'entreprise (Louvet, 2008). A ce sujet, Louvet et Taramasco (2004b) s'interrogent quant à la détermination d'un système de rémunération optimal des dirigeants. Nous y reviendrons ultérieurement.

### **1.2.2/ Discussion de l'influence du contrôle du conseil de l'actionnariat sur la rémunération des dirigeants**

A l'issue de notre revue de la littérature et de nos deux études qualitatives, nous avons fait l'hypothèse que le contrôle du conseil et de l'actionnariat, tel que nous l'avions opérationnalisé, était susceptible de conduire à un meilleur contrôle des dirigeants, en opposition, notamment, à des mécanismes de gouvernance plus « familiaux » privilégiant une indépendance moindre des dirigeants et de leurs censeurs. Nous avons posé l'hypothèse que ces mécanismes contribuaient à réduire les comportements discrétionnaires et opportunistes des dirigeants et qu'ils induiraient un meilleur contrôle de la rémunération de ceux-ci. Nous avons même envisagé l'influence d'une relation négative entre le contrôle du conseil et de l'actionnariat et les montants de rémunération des dirigeants.

Toutefois, nos résultats infirment cette hypothèse. Ainsi, plus le contrôle du conseil et de l'actionnariat serait significatif et plus les montants de rémunération octroyés aux dirigeants le seraient également. Ces résultats sont intéressants et conduisent à plusieurs interprétations. Tout d'abord, cela pourrait refléter une certaine financiarisation des mécanismes incitatifs. Ainsi, plus les dirigeants œuvreraient dans des entreprises ouvertes sur le marché et avec un contrôle plus fort de celui-ci, indépendant des logiques internes de l'entreprise, et plus ceux-ci se verraient octroyer des montants de rémunération conséquents. En extrapolant, nous pouvons penser que cela serait moins le cas dans des entreprises « familiales » privilégiant des logiques de plus long terme et offrant ainsi des montants de

rémunération en espèce moindres (les dirigeants reçoivent peut-être, dans ce cas, d'autres avantages ou incitations). Le dirigeant serait ainsi prêt à renoncer à des rémunérations plus conséquentes au profit d'un réinvestissement interne plus substantiel de la valeur. Cela serait moins le cas dans les entreprises plus ouvertes sur le marché des capitaux où la fidélisation des dirigeants serait plus délicate mais où, également, les exigences en termes de performance seraient plus importantes (incitation par l'octroi de bonus). Nous pouvons nous interroger sur les conséquences de cette interprétation (notamment de la financiarisation) sur la performance économique et boursière de l'entreprise mais également sociétale (notamment du fait de la déconnection des montants de rémunération de la performance passée).

Une autre explication à ce résultat pourrait provenir de l'inefficacité des mécanismes de contrôle. Le contrôle des administrateurs indépendants pourrait, tout d'abord, être largement amoindri par des effets de réseaux notamment si ceux-ci ont été nommés par le dirigeant lui-même (politique des barbichettes) ou s'ils entretiennent un lien amical avec celui-ci. Par ailleurs, même des administrateurs indépendants pourraient nouer, au fil du temps, des liens importants avec les dirigeants exécutifs (notamment en cas de réussite stratégique et de création de confiance) susceptibles d'affaiblir leur contrôle (Boyer, 2005). De la même manière, dans le cas d'un actionnariat éclaté, les investisseurs institutionnels pourraient voir leur pouvoir d'influence réduit par des logiques d'actionnaires majoritaires (conflits entre les types d'actionnaires). Ce type de conflit était, d'ailleurs, évoqué par les dirigeants lors de notre étude qualitative.

### **1.2.3/ Discussion de l'influence du pouvoir du dirigeant sur la rémunération et de son influence modératrice sur le contrôle du conseil et de l'actionnariat**

Il convient de présenter, dans un premier temps, l'influence du pouvoir du dirigeant sur la rémunération de celui-ci. Dans un second temps, nous discuterons de l'influence modératrice du pouvoir du dirigeant sur la relation entre le contrôle du conseil et de l'actionnariat et la rémunération.

#### *1.2.3.1/ Influence du pouvoir du dirigeant sur la rémunération*

Nos résultats ont mis en évidence une influence positive du pouvoir du dirigeant, tel que nous l'avons opérationnalisé, sur la rémunération de celui-ci. Plusieurs éléments peuvent expliquer ce résultat.

Dans une optique intentionnelle et opportuniste, nous pourrions l'interpréter à travers de possibles actions volontaires des dirigeants sur leur attribution d'une rémunération conséquente et maintenue et cela quel que soit le niveau de performance de leur entreprise (Bebchuk et Fried, 2002). Ici, le pouvoir du dirigeant pourrait renvoyer à une tentative d'enracinement (Schleifer et Vishny, 1989). Le dirigeant, ancien dans l'entreprise et ancré dans ses réseaux, deviendrait protégé. Dès lors, plusieurs scénarios peuvent être envisagés. Les administrateurs peuvent, tout d'abord, ne pas être conscients de l'inefficacité effective des actions du dirigeant car un climat de confiance (notamment dû à la fréquence des interactions et aux compétences supposées du fait de l'ancienneté) altère leurs perceptions. Par ailleurs, dans l'hypothèse où les administrateurs détecteraient des comportements ou décisions discrétionnaires du dirigeant, il se peut qu'il y ait une retenue de leur part à exprimer leurs mécontentements. Ceci pourrait être lié au fait que les dirigeants en question les ont nommé ou bien que les dirigeants ont fortement investi en investissements spécifiques afin de protéger leur capital humain et, par voie de conséquence, éviter le limogage (Louvet et Taramasco, 2004a). Par ailleurs, un dirigeant ancré dans ses réseaux internes et externes bénéficierait d'une réputation significative rendant son remplacement plus hasardeux. Ceci pourrait conduire à l'octroi de rémunérations importantes et déconnectées de la performance effective de l'entreprise. Le dirigeant aurait, notamment, un rôle crucial à jouer lors de la négociation au conseil du montant de rémunération susceptible de lui être octroyé.

Une autre explication de cette relation positive entre pouvoir du dirigeant et rémunération pourrait trouver sa source dans les fondements de la théorie de l'échelon supérieur (Hambrick et Mason, 1984), de la théorie *Resource Based View* tout en prenant compte, également, de l'importance du marché des dirigeants. Dans ce cas de figure, le pouvoir du dirigeant pourrait revêtir le statut d'indicateur de sa compétence ou de l'influence potentiellement positive de ses caractéristiques personnelles pour la performance de l'entreprise. L'attribution de la rémunération ne résulterait donc pas nécessairement d'une intervention du dirigeant sur ce point mais simplement d'un ajustement à ses compétences supposées, notamment par rapport à ses pairs.

Ce phénomène, cependant couplé à des effets de réseaux à la française tels que nous les avons précédemment évoqués ainsi qu'à une possible intervention opportuniste des dirigeants, pourrait expliquer une certaine envolée du montant des rémunérations. Les réseaux sont, en effet, maintenus en France, malgré une ouverture croissante aux capitaux étrangers, et



un certain protectionnisme ressort dans la sélection des dirigeants (nationalité et type de formation). Nous retrouvons, dans nos études qualitatives et quantitatives, des dirigeants français, issus des mêmes grandes écoles, administratives, scientifiques et commerciales et nombreux sont ceux débutant leur carrière dans l'administration publique avant de rejoindre une entreprise privée (Mayrhofer, 2007). Dès lors, cet effet de réseau permet de développer d'une part, et d'entretenir d'autre part, l'influence du pouvoir des dirigeants sur leurs rémunérations. L'entreprise à la française est marquée par un club de réflexion, le « *Siècle* », qui réunit les membres les plus puissants et influents de la classe dirigeante française. Les politiciens de droite et de gauche tout comme les dirigeants des plus grandes entreprises françaises s'y retrouvent. Ainsi, il est aisé de comprendre l'importance des mandats pour les dirigeants. Ceux-ci font partie des outils utilisés pour conserver la cooptation inter-dirigeants. Une entente sur le montant des rémunérations pourrait, ainsi, émerger au sein de la classe dirigeante française. Ce phénomène pourrait, toutefois, conduire à fidéliser les dirigeants des entreprises et à éviter, par exemple, leur fuite vers l'international. Les dirigeants français de notre échantillon témoignent, d'ailleurs d'une ancienneté en poste en moyenne supérieure à celle des dirigeants américains (Hall et Liebman, 1998) même si, de manière générale, la durée des mandats tend à se prolonger (Shen et Cannella, 2002).

### *1.2.3.2/ Influence modératrice du pouvoir du dirigeant sur le contrôle des rémunérations par le conseil et l'actionnariat*

Notre recherche, et notamment notre étude quantitative, permet de mettre en évidence un effet modérateur du pouvoir du dirigeant sur la relation entre le contrôle du conseil et de l'actionnariat et le montant de rémunération lui étant attribué. Plus spécifiquement, nous montrons que plus le pouvoir du dirigeant serait fort et plus la relation positive entre le contrôle du conseil et de l'actionnariat et la rémunération des dirigeants serait forte. Même si cet effet modérateur<sup>86</sup> reste assez faible, il convient, toutefois, d'en discuter les implications. Cet effet modérateur peut être, tout d'abord, expliqué dans une perspective de financiarisation. Ainsi, nous pourrions penser que plus les dirigeants seraient incités par des mécanismes de marché et de pression à la performance et plus ceux-ci pourraient être conduits à jouer ce jeu en demandant, de fait, des montants de rémunérations plus conséquents. Ils pourraient être incités, sans s'en rendre compte, à adopter des comportements visant au maintien de leur rémunération. Cette logique de financiarisation, potentiellement

---

<sup>86</sup> Ici l'effet modérateur est faible puisqu'égal à 0,035 ( $0,02 < f^2 < 0,15$ ).

augmentée dans le cadre de l'octroi de stock-options, pourrait avoir des conséquences néfastes pour la performance de long terme de l'entreprise.

Dans une logique plus intentionnelle et opportuniste, l'existence de mécanismes de gouvernance plus externes (moins « familiaux ») et potentiellement inefficients (dilution des pouvoirs et conflits en hausse) pourrait redonner un certain pouvoir aux dirigeants conduisant à une augmentation et/ou à un maintien de leurs niveaux de rémunération et cela quel que soit le niveau de performance de l'entreprise. Cela conduirait à faciliter leur enracinement (Schleifer et Vishny, 1989) potentiellement lié aux montants de rémunération octroyés.

Il est surprenant, à ce titre, de constater dans notre étude qualitative l'absence déclarée de conflits évoqués par les dirigeants entre eux et les actionnaires. Ces conflits se déplaceraient, cependant, entre les différents types d'actionnaires eux-mêmes ainsi qu'avec les parties prenantes autres chargées de réaliser les niveaux de performance décidés au sommet. Les dirigeants ont d'ailleurs intérêt à éviter les conflits avec les actionnaires car ces derniers détiennent le pouvoir de décision concernant le limogeage. S'ils décidaient de se séparer du dirigeant, ce dernier perdrait sa rente en prélèvement et subirait un coût lié à sa perte de réputation sur le marché des dirigeants (Louvet et Taramasco, 2004a). Si nous adoptons une vision partenariale de la gouvernance, les implications d'une potentielle entente entre les dirigeants et certains types d'actionnaires pour les autres actionnaires et parties prenantes pourraient être discutées ainsi que les enjeux pour la performance de long terme de l'entreprise.

#### **1.2.4/ Discussion de l'influence de la variable de contrôle « taille de l'entreprise »**

Nos différentes études (qualitatives et quantitatives) confirment l'influence positive et significative de la taille de l'entreprise sur les montants de rémunérations octroyés aux dirigeants. Ce résultat n'est pas surprenant car la rémunération viendrait récompenser des prises de risques et des responsabilités proportionnelles à la taille de l'entreprise dont les dirigeants seraient en charge. Nous avons écarté, de notre étude quantitative, l'influence du secteur d'activité du fait de la corrélation élevée obtenue entre celui-ci et la taille de l'entreprise. En effet, certains secteurs d'activité se caractérisent, naturellement par des niveaux de chiffre d'affaires et de montants des actifs spécifiques. Il pourrait cependant être intéressant de creuser davantage cette question du secteur d'activité en se focalisant, par exemple, sur des secteurs spécifiques tels que le secteur pétrolier (Bertrand et Mullianathan, 2001).

## **Section 2. Conclusion : apports, limites et voies de recherche**

Notre thèse vise à étudier les déterminants de la rémunération des hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées au SBF 120. L'objet de notre conclusion générale consiste à restituer les apports principaux de notre recherche, aussi bien sur le plan théorique, méthodologique que managérial. Seront évoquées, également, les limites inhérentes à notre recherche ainsi que les voies de recherche futures à explorer.

### **2.1/ Apports de la recherche**

Nous présenterons successivement les apports théoriques, méthodologiques et managériaux de notre recherche.

#### **2.1.1/ Apports théoriques de la recherche**

Notre thèse étudie les déterminants de la rémunération des hauts dirigeants exécutifs des entreprises françaises cotées. Pour ce faire, le cadre théorique mobilise un courant de pensée central de la gouvernance, à savoir celui de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Nous avons notamment largement investigué les rapports entre dirigeants et actionnaires en nous intéressant aux possibles conflits d'intérêts susceptibles de survenir entre ces deux parties pour la fixation de la rémunération. La prise en compte des mécanismes de contrôle du conseil et de l'actionnariat dans une perspective disciplinaire rentre, également, dans cette perspective puisque ceux-ci visent à limiter les comportements opportunistes des dirigeants.

Nous avons, toutefois, souhaité élargir notre cadre théorique. En effet, nous avons considéré le rôle potentiellement actif que pourrait avoir un dirigeant dans la fixation de son montant de rémunération. Nous avons, ainsi, mobilisé conjointement à la théorie de l'agence des approches susceptibles de prendre en compte ce phénomène telles que : la théorie du pouvoir managérial (Bebchuk et Fried, 2002) ou encore la théorie de l'enracinement (cf. chapitre 2). Ce rôle actif du dirigeant serait rendu possible par des mécanismes de contrôle imparfaits dont nous avons envisagé les limites et qui lui redonneraient des espaces de liberté. Ce double ancrage théorique nous a permis d'aller plus loin qu'une perspective uniquement disciplinaire de la gouvernance pour la compréhension des déterminants de la rémunération des dirigeants en redonnant un rôle à ceux-ci et en tenant compte de l'impact de leurs caractéristiques

propres. Par ce biais, nous introduisons et questionnons l'influence des jeux de pouvoirs au sein des entreprises sur la question de la fixation de la rémunération des dirigeants.

Par ailleurs, nous avons été particulièrement vigilants à ancrer notre recherche dans un contexte culturel et institutionnel bien défini, le contexte français, dont nous avons pris en compte les spécificités pour la conduite de notre recherche mais également pour l'interprétation de nos résultats. Nous dépassons ainsi les limites propres à certains travaux ne questionnant pas les impacts d'un tel ancrage. Nous enrichissons notamment la compréhension des déterminants de la rémunération des dirigeants en contexte français.

### **2.1.2/ Apports méthodologiques de la recherche**

Notre thèse présente plusieurs apports méthodologiques qu'il convient de rappeler. Tout d'abord, la méthode de recueil des données, par entretiens semi-directifs, ainsi que leur traitement par une analyse de contenu double, à la fois lexicale et thématique, constitue une innovation. En effet, peu d'études qualitatives ont été menées sur notre sujet de recherche, et encore moins en contexte français. Eminent et al. (2009) avaient, d'ailleurs, envisagé cette voie de recherche pour récolter les opinions des dirigeants et comprendre la manière dont ils justifient ou expliquent la nature et le montant de leurs rémunérations. Cette méthodologie était d'autant plus intéressante que les dirigeants français avaient été confrontés, au moment de nos entretiens, à de nombreuses polémiques sur le sujet de leurs rémunérations et qu'il devenait intéressant de recueillir leurs perceptions au-delà de données secondaires proposées par les entreprises (rapports annuels et/ou discours). Par ailleurs, l'analyse conjointe du lexique et des thèmes apparaissant dans les discours permet de faire ressortir des résultats qualitatifs de grande richesse. Nous pouvons, par exemple, citer l'absence d'utilisation de la première personne du singulier par les dirigeants lorsque ceux-ci évoquent leur propre rémunération. L'étude des pivots permet, aussi, de comprendre l'argumentation des dirigeants et les éléments les plus significatifs évoqués en lien avec la question de la rémunération. Peu de démarches qualitatives similaires sont actuellement conduites dans le domaine de la finance et sur un sujet aussi sensible, en France, que celui que nous avons choisi de traiter.

Dans le prolongement de cette étude par entretiens, nous sommes revenus vers les dirigeants, avec un mode de collecte de données différent par questionnaires auto-administrés *via* internet. Ceux-ci avaient pour objectif de mettre en lumière les pratiques et dispositions réelles des politiques de rémunération des dirigeants sur le terrain français ainsi que de

recueillir les perceptions de ces derniers sur certains mécanismes de gouvernance et de fixation de leurs rémunérations (ex : existence de conflits, marge de manœuvre...). Cette démarche qualitative a permis d'enrichir grandement notre compréhension du sujet et de compléter les résultats de notre étude qualitative par entretiens. Cette double démarche qualitative est rare, en finance, et mérite d'être présentée comme apport d'autant plus considérant le nombre important de questionnaires (du fait des difficultés d'accès à la population d'étude) que nous avons recueillis.

Notre dernière étude quantitative avait une visée confirmatoire et mobilisait la méthodologie des équations structurelles. A ce titre, plusieurs apports peuvent être soulignés. Tout d'abord, la méthodologie des équations structurelles reste, encore, peu usitée en finance. Toutefois, son usage était nécessaire pour notre étude car nous souhaitions tester un système d'équations simultanées afin de faire émerger les différents déterminants, de la rémunération des hauts dirigeants, retenus dans notre modèle. Par ailleurs, nous avons produit un effort d'opérationnalisation de différents construits, tant formatifs que réflexifs, assez peu souvent réalisé dans les recherches sur le sujet. Nos résultats, bien qu'inscrits dans une perspective exploratoire, s'avèrent tout à fait louables sur ce point.

Enfin, notre principal apport méthodologique réside probablement dans l'utilisation conjointe des méthodologies précédemment citées permettant, chacune, un éclairage différent et un enrichissement complémentaire de la problématique qui nous occupe.

### **2.1.3/ Apports managériaux de la recherche**

Les résultats qui émergent de notre recherche imposent de considérer leurs implications managériales. Dès lors, des recommandations ou idées de réflexion seront proposées pour améliorer les mécanismes de fixation de la rémunération des dirigeants français.

Une contradiction ressort, tout d'abord, de notre recherche. D'un côté, les dirigeants semblent toujours ancrés dans un système à la française de réseau, favorisant la promotion interne et la cooptation ainsi qu'un certain élitisme dans les nominations. D'autre part, les dirigeants sont également confrontés à des logiques nouvelles, émanant des marchés, et venant distendre les logiques anciennes de fonctionnement d'un système de cœur financier. Celles-ci surviennent notamment, depuis plusieurs décennies, en réponse à la mondialisation

et à la souvent nécessaire ouverture du capital des entreprises françaises cotées. Des logiques de financiarisation apparaissent, notamment, dans les mécanismes d'incitation des dirigeants. Celles-ci conduiraient à une augmentation du montant des rémunérations des dirigeants du fait de la pression exercée par les mécanismes de marché mais aussi du fait de la dilution du contrôle entre actionnaires multiples redonnant du pouvoir aux dirigeants. Comme nous l'avons précédemment souligné, cet effet serait d'autant plus grand en cas de protectionnisme d'un marché des dirigeants français.

Au-delà de cette logique intentionnelle, nous pourrions nous demander quels pourraient être les impacts de modes d'incitation des dirigeants toujours plus financiarisés. En effet, en incitant des acteurs de manière majoritairement monétaire, il est fort probable que les décisions de ceux-ci, même non intentionnellement, soient guidées par cette logique. L'horizon temporel d'incitation des dirigeants est, alors, à questionner. Cette réflexion avait été proposée quant aux impacts potentiels de l'attribution de stock-options (Desbrières et Mercier, 2001). Plusieurs dirigeants avaient, d'ailleurs, pointé du doigt l'inadéquation de certains modes de rémunération incitatifs avec les contraintes réelles de fonctionnement de leurs entreprises. Il semblerait qu'inciter les dirigeants, de manière trop financiarisée, par leur rémunération, puisse les conduire à prendre des décisions de court-terme maximisant la performance boursière potentiellement dommageables pour d'autres parties prenantes. Cela souligne les enjeux éthiques, dans une vision partenariale de la gouvernance, de la problématique de la rémunération des dirigeants. L'équilibre<sup>87</sup> entre le court terme (CT) et le long terme (LT) s'établirait, ainsi, entre la récompense immédiate que perçoit le dirigeant, et l'objectif de fidélisation de ce dernier dans l'entreprise. La fidélisation permet, notamment, d'éviter des logiques mercenaires de très court terme, où l'on favoriserait la distribution de dividendes, la cession d'actifs voire même des comportements non éthiques (dissimulation ou falsification d'information) afin de provoquer une hausse du cours boursier. Cette financiarisation à outrance profiterait au dirigeant qui verrait sa cote de popularité et sa réputation augmenter. Dès lors, les perdants seraient les parties prenantes et les actionnaires non concernés par cette logique de financiarisation. Un résultat intéressant ressortait de notre étude qualitative sur ce point puisque nous avons pu constater, en déclaratif, un phénomène de

---

<sup>87</sup> La nécessité d'un équilibre se retrouve aussi dans les dimensions de la performance, d'une part boursière (CT) mais aussi économique (LT).

déplacement des conflits entre actionnaires et dirigeants vers des conflits entre actionnaires eux-mêmes ou avec les parties prenantes opérationnelles.

Il semble ainsi nécessaire que les entreprises « ne considèrent pas uniquement leur avantage immédiat mais pensent au long terme, (...) essaient d'optimiser les relations multiples qu'elles ont avec ceux qui leur fournissent leurs ressources ou avec ceux sur lesquels elles ont un impact direct ou indirect ; (...) reconnaissent non seulement leur rôle économique, mais aussi leur responsabilité sociale ». Dès lors, l'éthique est « un processus : celui d'une réflexion continue sur les conséquences multiples des actions des entreprises et de leurs dirigeants » (Bergmann, 1997, p. 1118). Desbrières et Mercier (2001, p.12) formulent plusieurs propositions afin de guider les pratiques rémunératrices vers un cheminement éthique :

- la cohérence dans le plan de distribution d'actions ou d'options par rapport à ce qui est habituellement réalisé ;
- l'exactitude des informations, sans asymétrie informationnelle, vis-à-vis des parties prenantes de l'entreprise ;
- la possibilité de corriger la décision d'allocation ;
- la représentativité, le respect des intérêts de l'ensemble des parties prenantes susceptibles d'être affectés ;
- le respect de certains principes éthiques, notamment la transparence.

Nos travaux rejoignent ces conclusions et insistent sur la nécessité d'un équilibre incitation/fidélisation, court terme/long terme mais aussi valeur boursière/valeur économique et sociétale. La formalisation de l'éthique d'entreprise pourrait être une voie pour chercher à atteindre, par le biais de mécanismes incitatifs, une répartition équitable de la valeur entre dirigeants, différents types d'actionnaires et autres parties prenantes (Habermas, 1992). Des réflexions pourraient notamment être engagées (ce qui est déjà partiellement fait dans certaines entreprises) sur l'inclusion de critères sociétaux (ESG) pour l'attribution de bonus aux dirigeants. Les mécanismes de *reporting* sociétaux ainsi que la plus grande visibilité des actions des dirigeants et des entreprises (notamment par le biais des médias) semblent, aussi, pouvoir être des contre-pouvoirs institutionnels intéressants. Enfin, du point de vue de l'actionnariat, un meilleur pouvoir d'action des actionnaires minoritaires ainsi que la protection de leurs droits pourrait conduire à réduire des conflits néfastes susceptibles de diviser les pouvoirs et de renforcer les différents opportunismes (des dirigeants mais pas

seulement). Ceci pourrait conduire à renforcer les mécanismes de contrôle des dirigeants apparus comme souvent défailants, au sein de notre recherche, notamment en contexte français.

Sur cette dernière réflexion, même si la problématique de la rémunération des dirigeants concerne le monde entier, il sera absolument nécessaire, en France, de réfléchir sur le système de nomination des dirigeants caractérisant notre pays et de prendre en compte les logiques compétitives et stratégiques spécifiques auxquelles ceux-ci sont soumis. Le bien-fondé de mécanismes d'incitation d'origine anglo-saxonne sera à envisager avec prudence et leur transposition devra être culturellement et institutionnellement pensée et traduite dans certains codes de gouvernance. La place de la réglementation devra aussi être discutée en tenant compte, à la fois, de la persistance d'un cœur de dirigeants à la française mais aussi des risques de sa possible dislocation, à l'avenir, au profit de postes à l'international. Enfin, il faudra être particulièrement vigilant à limiter le nombre de contre-pouvoirs agissant, aujourd'hui, sur la fixation des montants de rémunération des dirigeants français (lois, codes, standards, comités...) au risque de voire augmenter les comportements opportunistes et l'attribution de montants de rémunération non efficaces. Par ailleurs, il conviendra d'évaluer les bénéfices mais aussi les risques du système de rémunération et de nomination à la française, notamment quant à ses conséquences en termes de performance non plus uniquement boursière mais également économique et sociétale. Sur ce sujet, la confrontation des apports de la théorie de l'intendance (*stewardship*) et de la théorie de l'agence serait particulièrement instructive, nous le pensons.

## 2.2. Limites et voies de recherche futures

Notre recherche présente, ainsi, de nombreux apports mais également plusieurs limites offrant autant de perspectives de recherche futures.

Tout d'abord, notre cadre théorique pourrait être enrichi de la prise en compte d'une vision partenariale et/ou cognitive de la gouvernance. Même si ces théories ont été mobilisées pour l'interprétation de nos résultats, il serait utile d'étudier comment, en tant que cadre de référence, elles pourraient conduire à enrichir les résultats, ici, obtenus.

Nous pourrions, aussi, compléter nos travaux en incluant les stock-options dans notre mesure de la rémunération des dirigeants et en étudiant, de manière longitudinale, les liens et les boucles d'impacts entre performance de l'entreprise et rémunération des dirigeants (étude



quantitative ou étude de cas). Nous avons également choisi de travailler en coupe temporelle en considérant les montants de rémunération. De futures études pourraient s'intéresser à l'impact dans le temps des variations de performance sur la variation de la rémunération.

Par ailleurs, notre problématique de la rémunération des dirigeants a été envisagée à un niveau individuel. Il pourrait être intéressant, dans de futures recherches, et notamment en cohérence avec la théorie du tournoi (Lazear et Rozen, 1981), de prendre en compte les montants de rémunération de réseaux de dirigeants à différents niveaux.

Enfin, notre démarche de recherche ainsi que les construits mobilisés pourraient être réutilisés sur des échantillons de plus grande taille ou dans des contextes institutionnels autres.

## **Bibliographie**

Abelson, R., 2001. Enron Board Comes Under a Storm of Criticism. *New York Times*.

- Aboody, D. & Kasznik, R., 2000. CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), p.73-100.
- Acharya, V., John, K. & Sundaram, R., 2000. On the Optimality of Resetting Executive Stock Options. *Journal of Financial Economics*, 57(1), p.65-101.
- Adams, J., 1965. Inequity in Social Exchange. In *Advances in Experimental Social Psychology*. L. Berkowitz, New York Academic, p. 267-299.
- Adams, J., 1963. Toward an Understanding of Inequity. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 67(5), p.422-436.
- Agarwal, N., 1981. Determinants of Executive Compensation. *Industrial Relations*, 20(1), p.36-46.
- Aggarwal, R.K. & Samwick, A.A., 2003. Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered. *Journal of Finance*, 58(1), p.71-118.
- Aghion, P., Dewatripont, M. & Rey, P., 1994. Renegotiation design with unverifiable information. *Econometrica*, 62(2), p.257-282.
- Agrawal, A. & Knoeber, C., 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), p.377-398.
- Agrawal, A. & Mandelker, G., 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2), p.143-167.
- Agrawal, A. & Mandelker, G.N., 1987. Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *Journal of Finance*, 42(4), p.823-837.
- Aguilera, R. & Cuervo-Cazzura, A., 2004. Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organisation Studies*, 25(3), p.415-443.
- Akerlof, G., 1970. The market for « lemons »: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), p.488-500.
- Akhigbe, S., Madura, J. & Tucker, A.L., 1995. Reexamining the Link between Executive Compensation and Corporate Performance: A Note. *American Business Review*, 13(2), p.2-83.
- Albert, M., 1991. *Capitalisme contre capitalisme*, Seuil.
- Albouy, M., 2004. Rémunération des dirigeants et performance boursière. *Analyse Financière*, (10), p.42-44.
- Albouy, M., 1997. *Signaux et prix des actions*, Economica.
- Albouy, M. & Charreaux, G., 2005. La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant? *Revue française de gestion*, (4), p.139-143.

- Albouy, M. & Dumontier, P., 1992. *La politique de dividende des entreprises*, PUF.
- Alchian, A., 1950. Dynamic Equipment Policy. *American Economic Review*, 40(4), p.693-698.
- Alchian, A. & Demsetz, H, 1972. Production, information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, 62(5), p.777-795.
- Alcouffe, C., 2007. Fondements et pratiques de la rémunération des dirigeants en France. *Problèmes Economiques*, (2936), p.5-11.
- Alcouffe, C., 2004. La rémunération des dirigeants en France: fondements et pratiques. *Les notes du LIRHE*, 399.
- Allard-Poési, F., 1997. *Nature et processus d'émergence des représentations collectives dans les groupes restreints*. Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris-Dauphine.
- Allard-Poesi, F., Drucker-Godard, C. & dans, S.E., 1999. Analyses de représentations de et de discours. In *in Méthodes de Recherches en Management, R.A. Thiétart*. Paris : Dunod, p. 449-475.
- Allard-Poesi, F. & Maréchal, C., 1999. Construction de l'objet de la recherche. In *in Méthodes de Recherche en Management, R.A. Thiétard*. Dunod: Paris, p. 34-56.
- Allen, M. & Panian, S., 1982. Power, Performance and Succession in the Large Corporation. *Administrative Science Quarterly*, 27(4), p.538-547.
- Amihud, Y. & Lev, B., 1999. Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy towards Diversification? *Strategic Management Journal*, 20(11), p.1063-1069.
- Amihud, Y. & Lev, B., 1981. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Journal of Economics*, 12(2), p.605-617.
- Anderson, J.C. & Gerbing, D.W., 1982. Some methods for respecifying measurement models to obtain unidimensional construct measurement. *Journal of Marketing Research*, 19, p.453-460.
- Anderson, R. & Reeb, D., 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S and P 500. *Journal of Finance*, (3), p.1301-1328.
- Anderson, R., Bates T.W., Bizjac J.M. & Lemmon M.L., 2000. Corporate Governance and Firm Diversification. *Financial Management*, 29(1), p.5-22.
- Andres, A., Hartzell, J. & Starks, L., 2005. Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial Management*, 34(4), p.5-34.
- Antle, R. & Smith, A., 1986. Measuring executive compensation: Methods and an application. *Journal of Accounting Research*, 23(1), p.269-325.
- Applebaum, E. & Batt, R., 1994. *The New American Workplace*, Ithaca, NY: ILR Press.

- Arnould, D. & Jaeger, M., 1990. Pratique et Gestion de l'Actionnariat des Salariés. *Revue Française de Gestion*, p.7-21.
- Assens, C., 2002. L'organisation des entreprises vers une structure en réseau.
- Attaway, M.C., 2000. A Study of the Relationship between Company Performance and CEO Compensation. *American Business Review*, 18(1), p.77-86.
- Aubert, N., 2009. Is Employee Ownership So Senseless. *Finance*, 30(2), p.5-29.
- Bagozzi, R.P., 2000. On the concept of intentional social action in consumer behavior. *Journal of Consumer Research*, 27(3), p.388-484.
- Bailey, D. & Cohen, S., 1997. What Makes Teams Work: Group Effectiveness Research from the Shop Floor to the Executive Suite. *Journal of Management*, 23(3), p.239-290.
- Baker, G., Jensen, M.C & Murphy, K.J, 1988. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance*, 43(2), p.593-616.
- Baker, G.P. & Hall, B.J., 2004. CEO Incentives and Firm Size. *Journal of Labor Economics*, 22(4), p.767-798.
- Balkin, D. & Gomez-Mejia, L.R, 1987. Toward a Contingency Theory of Compensation Strategy. *Strategic Management Journal*, 8(2), p.169-182.
- Banz, R., 1981. The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), p.3-18.
- Bardin, L., 2003. *L'analyse de contenu*, (11ème), Presse Universitaire de France, Paris.
- Barges, A., 1965. *The effect of capital structure on the cost of capital*, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.
- Barnard, C., 1938. The functions of the Executive. *Harvard University Press, Cambridge*.
- Barnea, A., Haugen, R. & LSenbet, 1985. *Agency Problem, and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Foundations of Finance, Englewood Cliffs N.J.
- Barnhart, S. & Rosenstein, S., 1998. Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *Financial Review*, 33(4), p.1-16.
- Baron, R.M. & Kenny, D.A., 1986. The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), p.1173.
- Barroux, D., 2008. Jimmy Cayne : un champion de la finance à l'image ternie. *Les Echos*.
- Bartlett, R.L. & Miller, T.I., 1985. Executive Compensation: Female Executives and Networking. *American Economic Review*, 75(2), p.266-271.
- Bartov, E. & Mohanram, P., 2004. Private information, Earnings Manipulations and Executive-Options Exercises. *The Accounting Review*, 79(4), p.889-920.

- Basu, S., Hwang L-S, Mitsudome T., Weintrop J., 2007. Corporate governance, Top executives compensation and firm performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), p.56-79.
- Batsch, L., 2002. *Temps et Sciences de Gestion*, Economica, Coll. Connaissance de la Gestion.
- Batteau, P., 2009. Actionnaires, dirigeants financiers et managers. *Revue française de gestion*, n°198-199, p.319-342.
- Baumard, P., 1997. Constructivisme et processus de la recherche: l'émergence d'une posture épistémologique chez le chercheur. *Cahiers de recherche LAREGO. Université de Versailles St Quentin*.
- Baumard, P., Donada C., Ibert J., Xuereb J.M., 1999. La collecte de données et la gestion de leurs sources. In *Méthodes de Recherche en Management*, R.A. Thiétart. Paris : Dunod, p. 224-256.
- Baumol, W., 1959. *Business Behavior, Value and Growth*, Harcourt, Brace and World, New-York.
- Baysinger, B. & Hoskisson, Robert E., 1990. The composition of boards of directors and strategic control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), p.72-87.
- Beatty, R.P. & Zajac, Edward J., 1994. Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), p.313-335.
- Beaud, M., 2006. *L'art de la thèse - Comment préparer et rédiger un mémoire de master, une thèse de doctorat ou tout autre travail universitaire à l'ère du Net*, La découverte, Paris.
- Bebchuk, L. & Grinstein, Y., 2005. The Growth of Executive Pay. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), p.283-303.
- Bebchuk, L.A. & Fried, J.M., 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), p.71-92.
- Bebchuk, Lucian, Arye, 2004. *The case of Shareholder Access: A Response to the Business Roundtable*,
- Bebchuk, Lucian Arye & Fried, Jesse M., 2006. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press.
- Bebchuk, Lucian Arye, Fried, Jesse M. & Walker, D.I., 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*
- Bellalah, M., 2004. *Gestion de Portefeuille: Analyse quantitative de la rentabilité et des risques*, Pearson Education.

- Ben Flah, I., 2011. *Evaluation et timing des fusions-acquisitions: une approche par les options réelles*.
- Benz, M., Marcel, K. & Alois, S., Stock Options: The Managers' Blessing: Institutional Restrictions and Executive Compensation. *Working Paper, University of Zurich Institute for Empirical Research in Economics*, (61).
- Berelson, B., 1971. *Content analysis in communication research*, Hafner.
- Berelson, B. & Lazarsfeld, P., 1948. *The Analysis of Communications Content* University of Chicago and Columbia University, Chicago and New-York.
- Bergadaa, M. & Nyeck, S., 1992. Recherche en marketing: un état de controverses. *Recherches et applications en marketing*, 7(3), p.23-44.
- Bergkvist, L. & Rossiter, J.R., 2008. Comparaison des validités prédictives des mesures d'un même construit des échelles mono-item et des échelles multi-items. *Recherche et applications en marketing*, p.81-96.
- Berglof, E., 1990. Capital structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems. In *The firm as a Nexus of Treaties (Aoki, Gustafsson et Williamson)*. Sage.
- Bergmann, A., 1989. *Ethique et gestion, dan Encyclopédie de gestion*, Economica, Paris.
- Berle, A. & Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New-York: Macmillan.
- Bertrand, M. & Hallock, K.F., 2001. The Gender Gap in Top Corporate Jobs. *Industrial and Labor Relations Review*, 55(1), p.3-21.
- Bertrand, M. & Mullainathan, S., 2001. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are. *Quarterly Journal of Economics*, 116(3), p.901-932.
- Bertrand, M. & Schoar, A., 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), p.1169-1208.
- Bertrand, M. & Schoar, A., 2006. The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), p.73-96.
- Bertrand, Marianne, 2009. CEOs. *Annual Review of Economics*, 1(1), p.121-150.
- Bethel, J. & Liebeskind, J., 1993. The effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring. *Strategic Management Journal*, 14(n° spécial), p.15-31.
- Bhagat, S. & Black, B., 2002. The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), p.231-272.
- Bigley, G.A. & Wiersema, M.F., 2002. New CEOs and Corporate Strategic Refocusing: How Experience as heir Apparent Influences the Use of Power. *Administrative Science Quarterly*, 47(4), p.707-727.

- Biondi, Y., Bignon, V. & Ragot, X., 2004, Une analyse économique de l'évolution des normes comptables européennes: le principe de « juste valeur ». In Centre de Recherche en Economie Saint-Gobain.
- Black, F. & Myron Scholes, 1973. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), p.637-654.
- Blair, M., 1995. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings, Washington.
- Blalock, H.M., 1964. Causal inferences in nonexperimental research. In *Chapel Hill, University of North Carolina Press*.
- Blanchet, A. & Gotman, A., 1992. *L'enquête et ses méthodes : L'entretien*, Nathan, Paris.
- Bloom, N. & Reenen, J.V., 2007. Measuring and Explaining Management Practices across Firms and Countries. *Quarterly Journal of Economics*, 122(4), p.1351-1408.
- Boatright, J., 1999. *Ethics and the Conduct of Business*, Prentice-Hall, New-Jersey.
- Boatright, J., 1994. Fiduciary Duties and the Shareholder-Management Relation: or, What's so special About Shareholders? *Business Ethics Quarterly*, 4(4), p.393-407.
- Bollen, K. & Lennox R., 1991. Conventional wisdom on measurement: a structural equation perspective. *Psychological Bulletin*, 110(2), p.305-319.
- Bolton, P. & Dewatripont, M., 2005. *Contract theory*, MIT press.
- Boot, A.W.A., 1992. Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers. *The Journal of Finance*, 47(4), p.1401.
- Boschen, J.F., Duru, A.I. & Smith, K.J., 2003. Accounting and Stock Price Performance in Dynamic CEO Compensation Arrangements. *The Accounting Review*, 78(1), p.143-168.
- Bouton, D., 2002. *Rapport Bouton: Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, MEDEF/AFEP AGREF.
- Boyd, B.K., 1994. Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal*, 15(5), p.335-344.
- Boyer, R., 2005. From Shareholder Value to CEO Power: the Paradox of the 1990s. *Competition & Change*, 9(1), p.7-47.
- Brennan, M., 1994. Incentives, Rationality and Society. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), p.31.
- Brenner, M., Sundaram, R. & Yermack, D., 2000. Altering the Terms Executive Stock Options. *Journal of Financial Economics*, 57(1), p.103-128.
- Brezis, E. & Temin, P., 2007. Elites and economic outcomes.

- Brickley, J.A., Coles, J. & Jarrell, G., 1997. Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance*, 3, p.189-220.
- Brouillet, F., 2003. Les salaires des dirigeants de société de 1993-2000. *Problèmes Economiques*, n° 2.810, p.6-9.
- Bushman, R., Indjejikian, R. & Smith, A., 1996. CEO Compensation: The Role of Individual Performance Evaluation. *Journal of Accounting and Economics*, 21, p.161-193.
- Byrd, J.W. & Hickman, K.A., 1992. Do Outside Directors Monitor Managers? *Journal of Financial Economics*, 32(2), p.195-221.
- Caby, J. & Hirigoyen, G., 1998. Histoire de la valeur en finance d'entreprise. In *Valeur, Marché et Organisation*. J.P. Bréchet, Presses Académiques de l'Ouest, p. 133-174.
- Caby, J. & Hirigoyen, G., 2001. *La création de valeur de l'entreprise*, Economica.
- Campa, J. & Kedia, S., 2002. Explaining the Diversification Discount. *The Journal of Finance*, 57(4), p.1731-1762.
- Canarella, G. & Nourayi, M., 2008. Executive Compensation and Firm Performance: Adjustment Dynamics, Non-Linearity and Asymmetry. *Managerial & Decision Economics*, 29(4), p.293-315.
- Cannella, Albert A. & Monroe, M.J., 1997. Contrasting Perspectives on Strategic Leaders: Toward a more Realistic View of top Managers. *Journal of Management*, 23(3), p.213-237.
- Capelli, P. & Hamori, M., 2004. The Path to the Top: Changes in the Attributes and Careers of Corporate Executives. *NBER Working Paper n° 10507*, p.1980-2001.
- Carmeli, A. & Gefen, D., 2005. The relationship between work commitment models and employee withdrawal intentions. *Journal of Managerial Psychology*, 20(2), p.63-86.
- Carroll, A., 1989. *Business and Society*, South-Western Publishing, Cincinnati.
- Carpenter, J.N. & Remmers, B., 2001. Executive Stock Option Exercises and Inside Information. *Journal of Business Ethics*, 74, p.513-534.
- Carpenter, M.A. & Sanders, W.M.G., 2002. Top Management Team Compensation: The Missing Link between CEO Pay and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 23(4), p.367-375.
- Carr, L. & Valinezhad, M., 1994. The Role of Ethics in Executive Compensation : Toward a Contractarian Interpretation of the Neoclassical Theory of Managerial Remuneration. *Journal of Business Ethics*, 13(2), p.81-93.
- Carricano, M., Poujol, F. & Bertrandas, L., 2010. *Analyse de données avec spss 2e ed 2e éd.*, Pearson education.
- Castanias, R.P. & Helfat, C.C., 1992. Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 18(2), p.153-237.



- Castanias, R.P. & Helfat, C.C., 1991. Managerial Resources and Rents. *Journal of Management*, 17(1), p.155-171.
- Cataliotti, J. & Claire, G., 2006. *La rémunération des dirigeants*. Mémoire de fin d'études, HEC.
- Caves, R. & Porter, M., 1977. From Entry Barriers to Mobility Barriers. *Quarterly Journal of Economics*, 91(2), p.241-261.
- Chandler, A., 1962. *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Charreaux, G., 2000a. *Gouvernement d'entreprise et comptabilité*, Economica.
- Charreaux, G., 2002. L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. *Revue Française de Gestion*, 28(141, n° spécial), p.77-107.
- Charreaux, G., 1998. La Théorie Positive de l'Agence : Lectures et Relectures.... In *dans De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIè siècle (Koenig)*. Economica, p. 61-141.
- Charreaux, G., 1987. La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature. In *in G. Charreaux et al. De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*. Economica, paris, p. 21-55.
- Charreaux, G., 2001. *Le gouvernement d'entreprise*, Economica.
- Charreaux, G., 1997b. *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance*, Théories et Faits, Economica.
- Charreaux, G., 2000b. Nouvelle économie et gouvernance. In *dans Rapport moral sur l'argent dans le monde*. Association d'Economie Financière, Montchrestien, p. 315-321.
- Charreaux, G., 1997c. *Théorie Financière*, Economica.
- Charreaux, G & Desbrières, P., 1998. Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(2), p.57-88.
- Charreaux, G., 2003. Le point sur les réseaux d'administrateurs et de dirigeants. *Banque et Marchés*, n°66, (66).
- Charreaux, G., 1991. Structure de propriété, relation d'agence et performance financière. *Revue Economique*, 42(3), p.521-552.
- Charreaux, G., 1993. Théorie financière et stratégie financière. *Revue française de gestion*, 92, p.46-63.
- Charreaux, G., 1997d. Vers une théorie du gouvernement des entreprises. In *dans G. Charreaux, Le Gouvernement des Entreprises. Corporate Governance*. Théories et Faits, Economica, p. 421-469.

- Charreire, S. & Huault, I., 2001. Le constructivisme dans la pratique de recherche: une évaluation à partir de seize thèses de doctorat. *Finance contrôle stratégie*, 4(3), p.31–55.
- Cheatham, D., Cheatham, R. & Eacharn, M.M., 1995. ESOPs Fable: The Goose That Laid the Golden Eggs; Employee Stock Ownership Plans. *The National Public Accountant*, 40(4), p.33-46.
- Child, J., 1972. Organizational Structure, Environment and Performance: The Role of Strategic Choice. *Sociology*, 6(1), p.1-22.
- Chin, W. W., 2000. Frequently asked questions—partial least squares & PLS-graph.
- Chin, Wynne W, Marcolin, B.L. & Newsted, P.R., 2003. A Partial Least Squares Latent Variable Modeling Approach for Measuring Interaction Effects: Results from a Monte Carlo Simulation Study and an Electronic-Mail Emotion/Adoption Study. *Information Systems Research*, 14(2), p.189-217.
- Chin, Wynne W., 1998. Commentary: Issues and Opinion on Structural Equation Modeling. *MIS Quarterly*, 22(1).
- Chingos, P. & Engel, M., 1998. Trends in Stock Option Plans and Long Term Incentives. *ACA Journal*, p.13-18.
- Cho, M.H., 1998. Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), p.103-121.
- Chol, E., 2005. Chasse aux Fat Cats. *L'Express*.
- Ciscel, D.H. & Carroll, T.M., 1980. The determinants of executive salaries: An econometric survey. *The Review of Economics and Statistics*, 62(1), p.7–13.
- Coase, R., 1937. *The nature of the firm*, Economica.
- Cohen, A., 1995. An Examination of the Relationships Between Work Commitment and Nonwork Domains. *Human Relations*, 48(3), p.239-263.
- Cohen, J., 1988. *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*, Routledge.
- Colasse, B., 2008. *L'analyse financière de l'entreprise*, La Decouverte (5ème Edition).
- Coles, J.-L., Daniel, N. & Naveen, L., 2008. Boards: Does One Size Fit All? *Journal of Financial Economics*, 87(2), p.329-356.
- Coles, J., Williams, V. M. & Sen, N., 2001. An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance. *Journal of Management*, 27(1), p.23-50.
- Combs, J.G., D.J. Ketchen Jr, Perryman A.A., Donahue M.S., 2007. The Moderating Effects of CEO Power on the Board Composition-Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 44(8), p.1300-1323.

- Conner, K. & Prahalad, C., 1996. A Resource Based Theory of the Firm: Knowledge vs. Opportunism. *Organization Science*, 7(5), p.477-501.
- Conyon, M., Gregg, P. & Machin, S., 1995. Taking Care of Business: Executive Compensation in the United-Kingdom. *The Economic Journal*, 105(430), p.704-714.
- Conyon, M. J. & Murphy, K. J., 2000. The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467), p.640–671.
- Conyon, M.J & Peck, S., 1998. Board Control, Remuneration Committees, and Management Remuneration. *Academy of Management Journal*, 41(2), p.135-145.
- Conyon, M.J., 1997. Corporate Governance and Executive Compensation. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), p.493-509.
- Conyon, Martin J. & Schwalbach, J., 2000. Executive compensation: evidence from the UK and Germany. *Long Range Planning*, 33(4), p.504-526.
- Cordeiro, M.J. & Veliath, R., 2003. Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation. *American Business Review*, 21(1), p.56-66.
- Core, J.E, Holthausen, R. & Larcker, D., 1999. Corporate Governance, Chief Executive Officer Remuneration, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), p.371-406.
- Core, John E., Guay, W. & Larcker, David F., 2008. The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics*, 88(1), p.1-25.
- Cori, N., 2004. Les mauvaises actions de l'ère Messier. *La Libération*.
- Coriat, B. & Weinstein, O., 1995. *Les nouvelles théories de l'entreprise*, coll. Le Livre de Poche.
- Cormier, D., Magnan, M. & Fall, L.M., 1999. L'octroi d'options sur actions aux dirigeants et la performance financière de la firme : Une étude canadienne. *Finance Contrôle Stratégie*, 2(2), p.25-49.
- CorrieaDaSilva, L., Goergen, M. & Renneboog, L., 2004. *Dividend Policy and Corporate Governance*,
- Cosh, A., 1975. The Remuneration of Chief Executives in the United Kingdom. *Economic Journal*, 85(337), p.75-94.
- Cosnard, D., Madeleine, N. & Chauvot, M., 2006. Arcelor prêt à discuter d'un accord avec Mittal. *Les Echos*.
- Coughlan, A. & Schmidt, R., 1985. Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1/2/3), p.43-66.
- Cox, J.C., Ross, Stephen A. & Rubinstein, M., 1979. Option pricing: A simplified approach. *Journal of Financial Economics*, 7(3), p.229-263.

- Cozian, M., Viandier, A. & Deboissy, F., 2009. *Droit des sociétés* 22ème éd., LexisNexis, Litec.
- Crié, D., 2005. De l'usage des modèles de mesure réflectifs ou formatifs dans les modèles d'équations structurelles. *Recherches et Applications en Marketing*, 20(2), p.20-28.
- Crozier, M. & Friedberg, E., 1977. *L'acteur et le système*, Seuil: Paris.
- Cuilla, J., 1991. Why is Business Talking About Ethics? : Reflections on Foreign Conversations. *California Management Review*, p.67-86.
- Cyert, R.M & March, J., 1963. *A Behavioral Theory of the Firm*, Engelwood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Cyert, Richard M., Sok-Hyon Kang & Kumar, P., 2002. Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence. *Management Science*, 48(4), p.453-469.
- D'arcimoles, C.H. & Trébucq, S., 2002. The effects of Esops on performance and risk: Evidence from France. In 11ème Conference of the International Association for the Economics of Participation.
- Dahya, J. & McConnell, J.J., 2008. Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), p.67-78.
- Daily, C.M, Dalton, D.R & Cannella, A.A, 2003. Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *Academy of Management Review*, 28(3), p.371-382.
- Dalton, D.R, Daily C.M. et J.L. Johnson, 2003. Meta-Analysis of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion? *Academy of Management Journal*, 46(1), p.13-26.
- Dalton, D.R. & Daily, C.M, 2001. Director Stock Compensation: An Invitation to a Conspicuous Conflict of Interests? *Business Ethics Quarterly*, 11(1), p.89-108.
- Dalton, Dan R., 2003. Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 46(1), p.13-26.
- Dardour, A., 2009. *L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants: le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées*. Université de Toulouse.
- Dardour, A., 2008. Les déterminants de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées en France. *La comptabilité, le contrôle et l'audit entre le changement et stabilité*.
- David, P., Kochhar, R. & Levitas, E., 1998. The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*, 41(2), p.200-208.
- Davis, G.F., 1991. Agents Without Principles? The Spread of the Poison Pill Through the Intercorporate Network. *Administrative Sciences Quarterly*, 36(4), p.583-613.

- Davis, J.A. & Tagiuri, R., 1982. Bivalent attributes of the family firm. In *Santa Barbara, CA: Owner Managed Business Institute*.
- De gasquet P., 2007. Haro sur les parachutes dorés. *Les Echos*.
- Dearborn, D.W. & Simon, H., 1958. Selective Perception: A Note on the Departmental identifications of Executives. *Sociometry*, 21(2), p.140-144.
- Debaere, A.L., 2003a. *Influence des investisseurs institutionnels sur la politique financière des entreprises françaises*. Thèse de Doctorat, Université de Montpellier II, sous la direction de V. Bessière.
- DeBeaufort, V., 2006. *Gouvernance D'entreprise en Europe*, Economica.
- DeFusco, R.A., Johnson, R.R. & Zorn, T.S., 1990. The Effect of Executive Stock-Option Plans on Stockholders and Bondholders. *Journal of Finance*, 45(2), p.617-627.
- Delacroix, G., 2008. Parachutes dorés : le gouvernement attend des sociétés cotées qu'elles suivent les règles du Medef. *Les Echos*.
- Delarce, V., 1999. Rémunérations: la fin d'un tabou français? , p.8-15.
- DeMiguel, A., Pintato, J. & DelaTorre, C., 2005. How Do Entrenchment and Expropriation Phenomena Affect Control Mechanism? *Corporate Governance: An International Review*, 13(4), p.505-516.
- Demsetz, H., 1983. The Structure of Ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), p.375-390.
- Demsetz, H. & Lehn, K., 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, 93(6), p.1155-1177.
- Demsetz, H. & Villalonga, B., 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), p.209-233.
- Demsetz, Harold, 1998. *L'économie de la firme : sept commentaires critiques*, Caen: Éd. Management et société.
- Denis, D., Denis, D.K. & Sarin, A., 1994. The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow, Signaling, Overinvestment and Dividend Clientele. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), p.567-587.
- Denis, D. & Denis, D., 1995. Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), p.1029-1057.
- Denis, D., Denis, D. & Sarin, A., 1997. Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification. *The Journal of Finance*, 52(1), p.135-160.
- Denis, D. & McConnell, J., 2003. International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), p.1-36.

- Denzin, N.K. & Lincoln, Y.S., 2003. *Collecting and Interpreting Qualitative Materials*, Sage Publications (1ère Ed. 1998).
- Denzin, N.K. & Lincoln, Y.S., 1994. *Handbook of Qualitative Research*, Sage Publications.
- Depret, M.H, Finet, A., Hamdouch, A., Labie, M., Missonier-Piera, F. & Piot, C., 2005. *Gouvernement d'entreprise: Enjeux managériaux, comptables et financiers*. Ed. De boeck Université.
- Desbrières, P., 1991. *Participation financière, Stock-Options et Rachats d'Entreprise par les Salariés*, Economica, Paris.
- Desbrières, P., Magnan, M. & Saint-onge, S., 2000. Les plans d'options sur actions : théorie et pratique. In *dans Politiques de rémunération pour les années 2000, (Perreti et Roussel)*. Vuibert, p. 135-160.
- Desbrières, P. & Mercier, S, 2001. Enjeux et Ethiques des Formules D'actionnariat des Dirigeants. *Revue Française de Gestion*, (136).
- DeSingly, F., 1992. La fabrication du questionnaire: les règles du questionnement. In *L'enquête et ses méthodes : le questionnaire*. Nathan, Chapitre 4, p. 63-86.
- Devers, C.E., Cannella A.A., Reilly G.P., Yoder M.E., 2007. Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. *Journal of Management*, 33(6), p.1016-1072.
- Dherment, I., 1996. *Changement de dirigeants et richesse des actionnaires : le cas des Présidents des Sociétés Françaises Cotées*. Thèse de doctorat, Université d'Aix-Marseille III-IAE d'Aix-en-Provence, sous la direction de P. Batteau.
- Dherment, I. & Renneboog, L., 2002. Share Price Reactions to Ceo Resignations and large Shareholder Monitoring in Listed French Companies. In *in J. McCahery, P. Moerland, T. Paaijmakers et L. Renneboog*. Oxford University Press, Oxford.
- Diallo, M.F. & Philippe/, J., 2011. Stratégies internationales des distributeurs et choix des marques de distributeur : le cas du Brésil. *Management & Avenir*, 47(7), p.223.
- Diamantopoulos, Adamantios & Siguaw, J.A., 2006. Formative vs. Reflective Indicators in Mesure Development: Does the Choice of Indicator Matter? *British Journal of Management*, 17, p.263-282.
- Diamantopoulos, Adiamantos & Winklhofer, H., 2001. Index Construction with Formative Indicators: An alternative to Scale Development. *Journal of Marketing Research*, 38(2), p.269-277.
- Dodd, E., 1932. For Whom are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, 45(7), p.1145-1163.
- Doidge, C., Karolyi, G.A. & Stulz, R.M., 2008. Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance? *Journal of Financial Economics*, 38(2), p.28-30.

- Donaldson, L., 1990. The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory. *Academy of Management Review*, 15(3), p.369-381.
- Donaldson, L., 1996. The Normal Science of Structural Contingency theory. In *Handbook of Organisation Studies*. Clegg et Hardy, Thousand Oaks, CA: Sage Publishing, p. 57-76.
- Donaldson, T. & Dunfee, T., 1994. Toward A Unified Conception of Business Ethics: Integrative Social Contracts Theory. *Academy of Management Review*, 19(2), p.252-284.
- Donaldson, T. & Preston, L., 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), p.65-91.
- Drucker-Godard, C., Ehlinger, S. & Grenier, C., 1999. Validité et fiabilité de la recherche. In *dans Méthodes de Recherche en Management (Thiétart et coll.)*. Dunod, Paris, p. 257-287.
- Dubois, C., 2007. *Rôle des Conflits d'Agence, de la Structure d'Actionnariat et des Mécanismes de Gouvernance sur les Politiques de Distribution : Application aux Décisions de Dividende et de Rachat D'actions des Sociétés françaises Cotées*. Thèse en Sciences de Gestion, IAE d'Aix-en-Provence, Université Paul Cézanne,.
- Ducourtieux, C. & Michel, A., 2004. Stock Options: fin du régime d'opacité. *Le Monde*.
- Dudouet, F.-X. & Joly, H., 2010. Les dirigeants français du CAC 40: entre élitisme scolaire et passage par l'Etat. *Sociologies Pratiques*, (21), p.35-46.
- Dyck, A. & Zingales, L., 2004. Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, 59(2), p.537-600.
- Eagly, H. & Carli, L.L., 2007. Women and the Labyrinth of Leadership. *Harvard Business Review*, (56).
- Eaton, J. & Rosen, H., 1983. Agency, Delayed Compensation and the Structure of Executive Remuneration". *Journal of Finance*, 38(5), p.1489-1505.
- Ebondo, W., 2006. La gouvernance de l'entreprise: une approche par l'audit et le contrôle interne. *Recherche*, 67, p.02.
- Edwards, J.R. & Bagozzi, Richard P., 2000. On the nature and direction of relationships between constructs and measures. *Psychological Methods*, 5(2), p.155-174.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M., 1997. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, p.35-54.
- Eisenhardt, K., 1989b. Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14(4), p.532-550.
- Eisenhardt, K., 1989a. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), p.57-74.

- Eminet, A., Asseman, S. & Guedri, Z., 2009. Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social. *Finance Contrôle Stratégie*, 12(3), p.5-36.
- Etchegoyen, A., 1991. *La valse des éthiques*, François Bourin.
- Eustache, D., 2000. La rémunération des compétences : vers un nouvel échange salarial. In *Peretti et Roussel, Les Politiques de Rémunération pour les années 2000*. Vuibert.
- Evrard, Y, Pras, B. & Roux E., 1993. *Market: Etudes et Recherches en Marketing* Nathan, Paris.,
- Evrard, Y., Pras, B. & Roux, E., 2000. *Market, Etudes et recherches en marketing*, Dunod, Paris.
- Evrard, Yves, Pras, Bernard & Roux, Elyette, 2003. *Market : Études et recherches en marketing* 3e éd., Dunod.
- Faccio, M. & Lang, L.H.P., 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), p.365-395.
- Fahlenbrach, R., 2009. Founder-CEOs, Investment Decisions and Stock Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), p.439-466.
- Fairchild, L. & Li, J., 2005. Director Quality and Firm Performance. *Financial Review*, 40(2), p.257-279.
- Faith, R.L., Higgins, R.S. & Tollison, R.D., 1984. Managerial rents and outside recruitment in the Coasian firm. *The American Economic Review*, 74(4), p.660-672.
- Falk, R.F. & Miller, N.B., 1992. *A primer for soft modeling*, Akron, OH, US: University of Akron Press.
- Fama, E.F, 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), p.288-307.
- Fama, E.F & Jensen, M.C, 1983b. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), p.327-349.
- Fama, E.F & Jensen, M.C, 1983a. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), p.301-325.
- Fama, E.F. & French, K., 1993. Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), p.3-56.
- Fama, Eugene F., 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), p.283-306.
- Fern, E., 1982. The use of focus groups for idea generation: the effects of group size, acquaintanceship, and moderator on response quantity and quality. *Journal of Marketing Research*, 19(1), p.1-13.



- Field, A., 2009. *Discovering Statistics Using SPSS* Third Edition., Sage Publications Ltd.
- Finkelstein, S, 1992. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *Academy of Management Journal*, 35(4), p.505-538.
- Finkelstein, Sydney & D'Aveni, R.A., 1994. CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), p.1079-1108.
- Finkelstein, Sydney & Hambrick, Donald C., Chief Executive Compensation: A study of the intersection of market and political processes. *Strategic Management Journal*, 10, p.121-134.
- Finkelstein, Sydney & Hambrick, Donald C., 1990. Top Management Team tenure and organizational outcomes: the moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35, p.484-503.
- Firth, M., Fung, P. & Rui, O., 2006. Corporate Performance and CEO Compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), p.693-714.
- Fitzroy, F. & Kraft, K., 1987. Cooperation, productivity and profit sharing. *Quarterly Journal of Economics*, 102(1), p.23-35.
- Fligstein, N., 1990. *The transformation of corporate control*, Cambridge (Mass.) ; London: Harvard university press.
- Folz, J.M. & Parizot, L., 2008. Code de gouvernance.
- Fornell, C. & Bookstein, F.L., A comparative analysis of two structural equation models: LISREL and PLS applied to market data. In *A second generation of multivariate analysis*. p. 289-324.
- Fornell, Claes & David F. Larcker, Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error. *Journal of Marketing Research*, 18(1), p.39-50.
- Franks, J., Mayer, C. & Renneboog, L., 2001. Who Disciplines Management of Poorly Performing Companies? *Journal of Financial Intermediation*, 10(3/4), p.209-248.
- Fredrickson, J.R., Hodge, F.D. & Pratt, J.H., 2006. The evolution of stock option accounting: Disclosure, voluntary recognition, mandated recognition, and management disavowals. *Accounting Review*, 81(5), p.1073.
- Fredrickson, J.W., Hambrick, D. C. & Baumrin, S., 1988. A model of CEO dismissal. *Academy of Management Review*, p.255-270.
- Freeman, R., 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.
- Freeman, R. & Evan, W., 1990. Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation. *Journal of Behavioral Economics*, 19(4), p.337-359.
- Freyssinet-Dominjon, J., 1997. *Méthodes de recherche en sciences sociales: deug, méthodes, cours, exercices corrigés, lexique*, Monchrestien.

- Fried, J.M. & Bebchuk, L.A., 2004. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge: Harvard University Press (Hardcover).
- Friedman, S. & Singh, H, 1989. CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of organizational Context and Event Content. *Academy of Management Journal*, 32(4), p.718-744.
- Froehlicher, T., 1998. Les liens sociaux entre dirigeants et le déclenchement de la coopération interentreprises. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(1), p.99-124.
- Frydman, C., 2007. Rising Through the Ranks. The Evolution of the Market for Corporate Executives. *Working Paper, MIT Sloan*, p.1936-2003.
- Galbraith, J.K., 1961. *L'ère de l'opulence (The Affluent Society )*, Calmann-Lévy, coll. Liberté de l'esprit.
- Galbraith, J.K., 1967. *Le nouvel état industriel*, Gallimard.
- Galland, O., 1991. *Sociologie de la jeunesse* Colin., Paris.
- Ganassali, S., 2008. Faire parler les mots : vers un cadre méthodologique pour l'analyse thématique des réponses aux questions ouvertes. *Décisions Marketing*, 51, p.55-67.
- Garen, J., 1994. Executive Compensation and Principal-Agent Theory. *Journal of Political Economy*, 102(6), p.1175-1199.
- Garnier, B. & Guérin-Pace, F., 1998. La statistique textuelle pour traiter une question ouverte suivie d'une relance. In *Actes des 4èmes Journées internationales d'analyse statistique des Données Textuelles*. Université Nice Sophia-Antipolis, p. 315-325.
- Garnotel, G. & Loux, P., 2008. Politiques de rémunération des dirigeants et investissements liés à l'innovation dans les industries de haute technologie. *Cerog, Working Paper n° 819*.
- Garvey, G. & Milbourn, T., 2006. Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives are Rewarded for Good Luck but not Penalised for Bad? *Journal of Financial Economics*, 82(1), p.197-225.
- Garvey, G.T. & Swan, P.L., 1994. The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm. *Journal of Corporate Finance*, 1(2), p.139-174.
- Gavard-Perret, M. & Moscarola, J., 1998. Énoncé ou énonciation? Deux objets différents de l'analyse lexicale en marketing. *Recherches et applications en marketing*, 13(2), p.31-47.
- Gavard-Perret, M.-L., Gotteland D., Haon C. & Jolibert A., 2008. *Méthodologie de la recherche. Réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion*, Paris: Pearson Education.
- Gavard-Perret, M.L., Helme-Guizon, A. & others, 2007. L'analyse de données textuelles avec Sphinx-Une application à la personnalisation sur Internet.

- Geletkanycz, M.A., Boyd, B.K. & Finkelstein, S., 2001. The Strategic Value of CEO External Directorate Networks: Implications for CEO Compensation. *Strategic Management Journal*, 22(9), p.889-898.
- Giannelloni, J.-L. & Vernet, E., 2001. *Etudes de marché* Vuibert.,
- Gibbons, R. & Murphy, K.J., 1992. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 100(3), p.468-505.
- Gibbons, R. & Murphy, K.J., 1990. Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers. *Industrial and Labor Relations Review*, 43(3), p.30-51.
- Gibson, K., 2000. The Moral Basis of Stakeholder Theory. *Journal of Business Ethics*, 26(3), p.245-257.
- Gilbert, P. & Parlier, M., 1992. La compétence: du mot valise au concept opératoire. *Actualité de la formation permanente*, (116), p.14-18.
- Gilson, P., 1990. Bankruptcy, Boards Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default. *Journal of Financial Economics*, 27(2), p.355-387.
- Gilson, S.C. & Vetsuypens, M.R., 1993. CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 48(2), p.425-458.
- Giordano, Y., 2003. *Conduire un projet de recherche: une perspective qualitative*, Management et Société.
- Girod-séville, M. & Perret, V., 1999. Fondements épistémologiques de la recherche. In *Méthodes de recherche en management*, Thiétart. Dunod. p. 13-33.
- Godard, L., 1998. Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(4), p.39-61.
- Godard, L., Schatt A. & Raffournier B., 2008. Quels sont les déterminants de la composition des conseils d'administration? Le cas des entreprises belges, françaises, et suisses. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, (4), p.33-58.
- Godard, L. & Schatt, A., 2005. Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. *Revue française de gestion*, (5), p.69-87.
- Godard, Laurence, 2001. La taille de conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance. In *Cahier du FARGO n° 1010702*.
- Gomez, P.Y., 2003. Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises. *Finance Contrôle Stratégie*, 6(4), p.183-208.
- Gomez, P.Y., 1996. *Le Gouvernement de l'entreprise*, Modèles Economiques de L'entreprise et Pratiques de Gestion (InterEditions).
- Gomez-Mejia, L. & Balkin, D., 1992. *Compensation, Organizational Strategy and Firm Performance*, Cincinnati: Southwestern.

- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M. & Makri, M., 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations, *Academy of Management Journal*, 46(2), p.226–237.
- Gomez-Mejia, L. & Wiseman, R.M, 2007. Does Agency Theory have Universal Relevance? A Reply to Lubatkin, Lane, Collin and Very. *Journal of Organizational Behavior*, 28(1), p.81-88.
- Gomez-Mejia, L.R, 1994. Executive Compensation: a Reassessment and a Future Research Agenda. In *Research in Personnel and Human Resources Management (Ferris)*. JAI Press, Greenwich, Conn. and London, p. 161-222.
- Gomez-Mejia, L.R, Tosi, H. & Hinkin, T., 1987. Managerial Control, Performance and Executive Compensation. *Academy of Management Journal*, 30(1), p.51-70.
- Gomez-Mejia, L.R & Welbourne, T., 1988. Compensation Strategy: an Overview and Future Steps. *Human Resource Planning*, 11(3), p.173-189.
- Gomez-Mejia, L.R & Wiseman, R.M, 1997. Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management*, 23(3), p.291-374.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A., 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), p.107-156.
- Goodpaster, K., 1997. *Business Ethics*, Cambridge, Blackwell Publishers.
- Goranova, M., Alessandri T.M., Brandes P. & Dharwadkar R., 2007. Managerial Ownership and Corporate Diversification: A Longitudinal View. *Strategic Management Journal*, 28(3), p.221-225.
- Gordon, M., 1962. The Saving's investment and Valuation of a Corporation. *Revue of Economics and Statistics*, 44, p.37-51.
- Goyal, V. & Park, C., 2002. Board Leadership Structure and Ceo Turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), p.49-66.
- Graham, J.M., Guthrie, A.C. & Thompson, B., 2003. Consequences of not interpreting structure coefficients in published CFA research: A reminder. *Structural Equation Modeling*, 10(1), p.142-153.
- Granovetter, M., 1985. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology*, 91(3), p.481-510.
- Grawitz, M., 2001. *Méthodes de recherche*, Dalloz, Paris.
- Grinstein, Y. & Hribar, P., 2003. CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73(1), p.119-143.
- Grossman, S. & Hart, O., 1986. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), p.691-719.

- Grossman, S.J. & Hart, O.D., 1988. One Share-One Vote and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), p.175-202.
- Grunow, D., 1995. The Research design in Organization Studies: Problems and Prospects. *Organization Science*, 6(1), p.93-103.
- Guay, W.R., 1999. The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk: An Analysis of the Magnitude and Determinants. *Journal of Financial Economics*, 53(1), p.43-71.
- Guba, E.G. & Lincoln, Yvonna S., 1989. *Fourth Generation Evaluation*, SAGE.
- Gul, F.A. & Leung, S., 2004. Board Leadership, Outside Director' Expertise and Voluntary Corporate Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), p.351-379.
- Gunasekarga, A. & Wilkinson, M., 2002. CEO Compensation and Firm Performance: A New Zealand Investigation. *International Journal of Business Studies*, 10(2), p.45-60.
- Haenlein, M. & Kaplan, A., 2004. A beginner's guide to partial least squares analysis. *Understanding Statistics*, 3(4), p.283-380.
- Hair, J.F., Black B., Babin B., Anderson R.E. & Tattam R.L., 2006. *Multivariate data analysis* 6ème éd.
- Hall, B., 2000. What You Need to Know About Stock Options. *Harvard Business Review*, 78(2), p.121-129.
- Hall, B. J. & Murphy, K. J., 2002. Stock options for undiversified executives. *Journal of accounting and economics*, 33(1), p.3-42.
- Hall, B. & Liebman, J., 1998. Are Ceos Really Paid Like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), p.653-691.
- Hall, Brian J. & Murphy, Kevin J., 2003. *The Trouble with Stock Options*, National Bureau of Economic Research.
- Hambrick, D.C. & Mason, P.A., 1984. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers. *Academy of Management Journal*, 9(2), p.193-206.
- Hambrick, Donald C. & Finkelstein, Sydney, 1987. Managerial Discretion: A Bridge Between Polar Views of Organizational. *Research in Organizational Behavior*, 9, p.369-407.
- Handy, C., 1993. Understanding Organization. In *dans Temps et Sciences de Gestion (L Batsch, 2002)*. Economica.
- Hanlon, M., Rajgopal, S. & Shevlin, T., 2003. Are executive stock options associated with future earnings?, *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), p.3-43.
- Hansen, G. & Wernerfelt, B., 1989. Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors. *Strategic Management Journal*, 10(5), p.399-411.

- Hardford, J. & Li, K., 2007. Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs. *Journal of Finance*, 62(2), p.917-949.
- Harris, M. & Raviv, A., 1988. Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), p.203-236.
- Harrison, J.R., Torres, D.L. & Kukalis, S., 1998. The Changing of the Guard, Turnover and Structural Change in the Top Management Positions. *Administrative Science Quarterly*, 33(2), p.221-232.
- Hart, O & Holmstrom, B., 1987. The Theory of Contracts. *Econometric Society Monographs Series*, (12).
- Hart, O.D., 1983. The Market Mechanism as an Incentive Scheme. *Bell Journal of Economics*, 14(2), p.366-382.
- Hart, Oliver, 1995. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105(430), p.678-689.
- Hart, Oliver, Liehr-Gobbers, K. & Krafft, M., 2010. *Evaluation of structural equation models using the partial least squares (PLS) approach*, in Vincenzo Esposito-Vinzi, W.W. Chin, J. Henseler et H. Wang (coord.).
- Hartzell, J.C. & Starks, Laura T, 2003. Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), p.2351-2374.
- Haugen, R.A. & Senbet, L.W., 1981. Resolving the Agency Problems of External Capital through Options. *Journal of Finance*, 36(3), p.629-648.
- Haveman, H., 1993. Follow the Leader: Mimetic Isomorphism and Entry into New Markets. *Administrative Science Quarterly*, 38(4), p.593-627.
- Helland, E. & Sykuta, M., 2005. Who's Monitoring the Monitor? Do outside Directors Protect Shareholders' Interests? *The Financial Review*, 40(2), p.155-172.
- Helme-Guizon, Agnès & Gavard-Perret, 2004. L'analyse automatisée de données textuelles en marketing: comparaison de trois logiciels. *Décisions Marketing*, Octobre-Décembre(36), p.75-90.
- Henry, P. & Moscovici, S., 1968. *Problème de l'analyse de contenu*, Langages 2, Larousse, Paris.
- Hermalin, B., 2005. Trends in Corporate Governance. *Journal of Finance*, 60(5), p.2351-2384.
- Hermalin, B. & Weisbach, M., 1998. Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88(1), p.96-118.
- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S., 2003. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9(1), p.7-26.

- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S., 1988. The Determinants of Board Composition. *Rand Journal of Economics*, 19(4), p.589-606.
- Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S., 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20(4), p.101-112.
- Heron, R.A. & Lie, E., 2007. Does Backdating Explain the Stock Price Pattern Around Executive Stock Option Grants? *Journal of Financial Economics*, 83(2), p.271-295.
- Hill, C. & Hoskisson, R.E, 1987. Strategy and Structure in the Multiproduct Firm. *Academy of Management Review*, 12(2), p.331-341.
- Hill, C.W.L. & Phan, P., 1991. CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay. *The Academy of Management Journal*, 34(3), p.707-717.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. & Palia, D., 1999. Understanding the Determinants of Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), p.353-384.
- Hirigoyen, G. & Poulain-Rehm, T., 2000. la politique de stock-options des entreprises familiales cotées : quelques résultats empiriques. *Finance Contrôle Stratégie*, 3(1), p.139-167.
- Holderness, C.G. & Sheehan, D.P., 2000. Constraints on Large-Block Shareholders. In *Concentrated Corporate Ownership*. R.K. Morck, NBER, The University of Chicago Press, p. 139-142.
- Holderness, C.G. & Sheehan, D.P., 1988. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), p.317-346.
- Hollandts, X., 2007. *Les effets de participation des salariés sur la performance des entreprises – Tests empiriques et proposition de modèle théorique*. Lyon: Université Jean Moulin, Lyon III.
- Holmstrom, B., 1979. Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics*, 10(1), p.74-91.
- Holmstrom, B. & Kaplan, S., 2001. Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), p.121-144.
- Holmstrom, B. & Milgrom, P., 1987. Aggregation and Linearity in the Provision of Intemporal Incentives. *Econometrica*, 55(2), p.303-328.
- Hsu, S.-H., Chen, W. & Hsieh, M., 2006. Robustness testing of PLS, LISREL, EQS and ANN-based SEM for measuring customer satisfaction. *Total Quality Management*, 17(3), p.355-372.
- Hulin, C., Cudeck R. Netemeyer R., Dillon W.R., McDonald R. & Bearden W.O., 2001. Measurement. *Journal of Consumer Psychology*, 10(1), p.55-69.

- Hunt, S., 2000. *A General Theory of competition: Resources, Competences, productivity & Economic Growth*, Sage publications.
- Hunt, S., 1998. Toward Synthetizing Resource-Based, Evolutionary, and Neoclassical Thought: The Contribution of Resource-Advantage Theory. In *in N.J. Foss et P. Robertson, Resources, Technology, and, Strategy*, Copenhagen Business School.
- Huson, M., Parrino, R. & Starks, L.T, 2001. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A long-Term Perspective. *Journal of Finance*, 56(6), p.2265-2297.
- Husted, B., 1998. Organizational Justice and the Management of Stakeholder Relations. *Journal of Business Ethics*, 17(6), p.643-651.
- Hutcheson, G. & Sofroniou, N., 1999. *The Multivariate Social Scientist: Introductory Statistics Using Generalized Linear Models*, SAGE.
- Igalens, J. & Roussel, P., 1998. *Méthodes de recherche en gestion des ressources humaines*, Economica, Paris.
- Jackson, M. & Lazear, E., 1991. Stock-Options, and Deferred Compensation. *Research in Labor Economics*, 12, p.41-62.
- Jacquet, N. & Jacquet, G., 2005. *La France qui gangne*,
- Jacquillat, B. & Levasseur, M., 1984. Signaux, Mandats et Gestion financière : une synthèse de la littérature. *Finance*, 5, p.5-83.
- Jagannathan, F.S.P. & Pritchard, M., 2003. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments. *Journal of Finance*, 58(3), p.1087-1111.
- Jarvis, C.B., MacKenzie, S. & Podsakoff, P., 2004. Un examen critique des indicateurs de construit et des erreurs de spécification des modèles de mesure dans la recherche en marketing et en comportement du consommateur. *Recherches et applications en marketing*, 19(1), p.73-97.
- Jenkins, G., Gupta N., Ledford G.E. & Doty D.H., 1993. Skill-Based Pay: Practices, Payoffs, Pitfalls and Prescriptions. *American Compensation Association*.
- Jensen, M., Murphy, K. & Wruck, E., 2004. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them.
- Jensen, M. & Ruback, R.S., 1983. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1/4), p.5-50.
- Jensen, M.C, 2000. A theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms. *Harvard University Press*.
- Jensen, M.C, 1998. Foundations of Organizational Strategy. *Harvard University Press*.
- Jensen, M.C, 1983. Organization Theory and Methodology. *Accounting Review*, 58(2), p.319-339.



- Jensen, M.C, 2001. Value Maximisation Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7(3), p.297-317.
- Jensen, M.C & Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), p.305-360.
- Jensen, M.C & Murphy, K.J, 1990a. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), p.225-260.
- Jensen, M.C., 1989. Eclipse of the Corporation. *Harvard Business Review*, (Sept-Oct).
- Jensen, M.C., 2004. The Agency Costs of of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance. *European Financial Management*, 10(4), p.549-565.
- Jensen, M.C., 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Controls Systems. *Journal of Finance*, 48(3), p.831-880.
- Jensen, M.C. & Chew, D., 1995. US Corporate Governance: Lessons from the 1980s. In *The Portable MBA in Investment*, John Wiley and Sons. P Bernstein.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., 1992. Specific and General Knowledge, and Organizational Structure, in L. Werin et H. Wijkander (Eds). *Contract Economics*, Blackwell, p.251-274.
- Jensen, M.C. & Murphy, K.J., 1990b. CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, 68(3), p.138-149.
- Jensen, Michael C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), p.323-329.
- Johnson, J.L., Ellstrand, A.E. & Daily, Catherine M., 1996. Boards of Directors: a Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 22(3), p.409-438.
- Jones, T.M., 1995. Instrumental Stakeholder Theory: a Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of Management Review*, 20(2), p.404-437.
- Jöreskog, K., 1971. Simultaneous factor analysis in several populations. *Psychometrika*, 36(4), p.409-426.
- Jöreskog, K., 1967. Some contributions to maximum likelihood factor analysis. *Psychometrika*, 32(4), p.443-482.
- Jöreskog, K.G., 1970. A general method for analysis of covariance structures. *Biometrika*, 57(2), p.239-251.
- Joskow, P., Rose, N. & Shepard, A., 1993. Regulatory Constraints on CEO Compensation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1993(1), p.1-72.
- Kahn, A., 2009. Benoît Mandelbrot: Il était inévitable que les choses très graves se produisent. *Le Monde*.

- Kahneman, D. & Tversky, A., 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk. *Econometrica*, 47(2), p.313-327.
- Kant, E., 1982. *Fondement de la métaphysique des moeurs*, Delagrave, Paris.
- Kaplan, S., 1994. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy*, 102(3), p.510-546.
- Kato, T. & Rockel, M., 1992. Experiences, Credentials, and Compensation in the Japanese and US Managerial Labor Markets: Evidence from New Micro Data. *Journal of the Japanese and International Economy*, 6(1), p.30-51.
- Khanna, T., Kogan, J. & Palepu, K., 2006. Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis. *Review of Economics and Statistics*, 88(1), p.69-90.
- Khemiri, S., 2009. *La hiérarchisation de l'endettement dans un contexte d'asymétrie d'information : des hypothèses tirées de la littérature*. CERGM (Centre d'Etudes et de Recherche en Gestion), Université Aix-Marseille 3, France.
- Kim, K.H., Al-Shammari H.A. & Lee S.H., 2009. CEO duality leadership and corporate diversification behavior. *Journal of Business Research*, 62(11), p.1173–1180.
- Klein, A., 1998. Firm Performance and Board Committee Structure. *Journal of Law & Economics*, 41(1), p.275-303.
- Kline, R.B., 2005. *Principles and Practice of Structural Equation Modeling*, Guilford Press.
- Kochan, T.A. & Rubinstein, S.A., 2000. Toward a Stakeholder Theory of the Firm : The Saturn Partnership. *Organization Science*, 11(4), p.367-386.
- Kosnik, R., 1987. Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance. *Administrative Science Quarterly*, 32(2), p.163-185.
- Kostiuk, P.F., 1990. Firm Size and Executive Compensation. *Journal of Human Resources*, 25(1), p.90-105.
- Kvale, S., 1996. *Interviews: An Introduction to Qualitative Research Interviewing*, Sage, London.
- Lacroux, A., 2009. L'analyse des modèles de relations structurelles par la méthode PLS: une approche émergente dans la recherche quantitative en grh. In Reims, p. 1-26.
- Lacroux, A., 2011. Les avantages et les limites de la méthode « Partial Least Square » (PLS): une illustration empirique dans le domaine de la GRH. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, (80), p.45-64.
- Laffont, J.-J., 2000. *Incentives and political economy*, Oxford ; New York: Oxford University Press.
- Laffont, J.-J. & Martimort, D., 2002. *The theory of incentives : the principal-agent model*, Princeton (N.J.) ; Oxford: Princeton University Press.

- Laffont, J.-J. & Tirole, J., 1993. *A theory of incentives in procurement and regulation*, Cambridge (Mass.)
- Lambert, A., 2007. Haro sur les parachutes dorés. *Les Echos*.
- Lambert, R.A. & Larcker, D.F., 1991. Executive Compensation, Corporate Decision-Making and Shareholder Wealth: A Review of the Evidence. In *Executive Compensation: A Strategic Guide for the 1990s*. F.K. Foulkes, Harvard Business School Press, p. 98-128.
- Lambert, R.A., Larcker, D.F. & K., W., 1993. The Structure of Organizational Incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38(3), p.438-461.
- Langtry, B., 1994. Stakeholder and the Moral Responsibilities of Business. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), p.431-443.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R.W., 2000b. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), p.3-27.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R.W., 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), p.1113-1155.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R.W., 1997, Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), p.1131-1150.
- Larcker, D.F., 1983. The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), p.3-30.
- Lau, A. & Vos, E., 2004. Relation between CEO Compensation, Firm Size and Firm Performance. *Journal of Applied Business Research*, 3(1), p.51-64.
- Lawler, E.E., Ledford, G.E. & Chang, L., 1993. Who Uses why they Use it. *Skill-based Pay and Compensation and Benefits Review*, 25(2), p.22-27.
- Lazear, E.P. & Rosen, S., 1981. Rank Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, 89(4), p.841-864.
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M., 2000. Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29(1), p.13-35.
- Lee, P.M. & James, E.H., 2007. She'-e-os: gender effects and investor reactions to the announcements of top executive appointments. *Strategic Management Journal*, 28(3), p.227-241.
- Legendre, P. & Legendre, L., 1998. *Numerical ecology*, Elsevier.
- Leland, H.E. & Pyle, D.H., 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), p.371-387.
- LeMaux, J., 2003. Les bénéfiques privés: une rupture de l'égalité entre actionnaires. *Finance Contrôle Stratégie*, 7(1), p.63-92.

- LeMaux, J., 2004. Les déterminants de l'ampleur des bénéfices privés : un test sur Données françaises. *Finance Contrôle Stratégie*, 7(2), p.195-231.
- LeMoigne, J.-L., 1993. De L'incongruité épistémologique des sciences de gestion. *Revue Française de Gestion*, (96), p.123-135.
- Lewellen, W.G. & Huntsman, B., 1970. Managerial Pay and Corporate Performance. *American Business Review*, 60(4), p.710-720.
- Lie, E., 2005. On The Timing of CEO Stock Option Awards. *Management Science*, 51(5), p.802-812.
- Lie, E. & Heron, R., 2007. Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Executive Stock Option Grants? *Journal of Financial Economics*, 83(2), p.271-295.
- Lilling & Matthew, S., 2006. The Link between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter? *Atlantic Economic Journal*, 34(1), p.101-114.
- Lincoln, S. & Guba, G., 1985. *Naturalistic Inquiry*, Sage, Beverly Hills, CA.
- Lintner, J., 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), p.13-37.
- Lipovetsky, G., 1992. *Le Crépuscule du devoir*, Gallimard.
- Lipton, M. & Lorsch, J.W., 1992. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, (1), p.59-77.
- Löhmoller, J., 1984. LVPLS Program Manual: Latent Variables Path Analysis with Partial Least Squares. *University of Kohn*.
- Lorsch, J.W., 1989. Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. *Harvard Business School Press*.
- Louvet, P., 2008. Finance de long terme versus finance de court terme et tensions pour les dirigeants. *Etats généraux du management*, Paris.
- Louvet, P. & Taramasco, O., 2004a. Gouvernement d'entreprise : un modèle de répartition de la valeur créée entre dirigeant et actionnaire. *Finance Contrôle Stratégie*, 7(1), p.81-116.
- Louvet, P. & Taramasco, O., 2004b. Salaire ou participation au capital: un système de rémunération optimal des dirigeants. *3<sup>ème</sup> colloque international sur la Gouvernance et Juricomptabilité*, Montréal, Juin.
- Luan, C.J. & Tang, M.J., 2007. Where is Independent Director Efficacy. *Corporate Governance : An International Review*, 15(4), p.636-643.
- Lukes, S., 2003. Le Pouvoir dans L'oeuvre de Coleman. *Revue Française de Sociologie*, 44(2), p.375-388.

- Maati, J., 1998. Le conseil d'administration: outil de contrôle et d'ordonnement social des firmes en France.
- Maati, J., 1999. *Le Gouvernement d'entreprise*, De Boeck Université, Bruxelles.
- Mace, M., 1986. *Directors: Myth and Reality*, Boston: Harvard Business School Press.
- MacKenzie, S.B., 2003. The Danger of poor construct conceptualization. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 31(3), p.323-326.
- MacKenzie, Scott B., Podsakoff, P.M. & Jarvis, C.B., 2005. The Problem of Measurement Model Misspecification in Behavioral and Organizational Research and Some Recommended Solutions. *Journal of Applied Psychology*, 90(4), p.710-730.
- Maclean, M., Harvey, C. & Press, J., 2006. *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK.*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Madura, J., Martin, A.D. & Jessell, K.A., 1996. Determinants of CEO Compensation in Small Publicly-Traded Business. *American Business Review*, 14(1), p.80-88.
- Magnan, M., Roussel P., Saint-Onge S. & Trepo G., 2000. La rémunération des dirigeants d'entreprise : débats, enjeux et bilans. In *dans Politiques de rémunération pour les années 2000 (J-M Peretti et P. Roussel)*. Vuibert, Paris, p. 311-327.
- Magnan, M., 2006. Les options sur actions: création de richesse pour les actionnaires ou enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires? *Finance Contrôle Stratégie*, 9(3), p.221-235.
- Magnan, M. & Saint-Onge, S., 1997. Bank Performance and Executive Compensation : a Managerial Discretion Perspective. *Strategic Management Journal*, 18(7), p.573-581.
- Magnan, M., Saint-Onge, S. & Calloc'h, Y., 1999. Power Games: Board of Directors and CEO Compensation. *Ivey Business Journal*, Mars-Avril, p.38-43.
- Mahoney, T.A., 1979. Organization Hierarchy and Position Worth. *Academy of Management Journal*, 22(4), p.726-737.
- Malécot, J.F. & Hamon, J., 1986. Contraintes Financières et demande d'investissements des investissements des entreprises. *Revue Economique*, 37(5), p.885-924.
- Malhotra, N., 2011. *Etudes marketing : Logiciel SPSS version étudiante pour Windows 6e éd.*, PEARSON.
- Malhotra, N., Decaudin, J.-M. & Bouguerra, A., 2007. *Etudes marketing avec SPSS 5e éd.*, Pearson Education.
- Mallette, P. & Fowler, K.L., 1992. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of« poison pills ». *Academy of Management Journal*, p.1010–1035.
- Mallette, P., Middlemist, R.D. & Hopkins, W.E., 1995. Social, Political, and Economic Determinants of Chief Executive Compensation. *Journal of Managerial Issues*, 7(3), p.253-276.

- Mangel, R. & Singh, Harbir, 1993. Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large US Corporations. *Accounting & Business Research*, 23(91A), p.339-350.
- Manne, H.G., 1965. Mergers and the Market of Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73(2), p.110-120.
- March, J. & Simon, H., 1958. *Organizations*, John Wiley & Sons Inc.
- Marcoulides, G., Chin, W. & Saunders, C., 2009. Foreword: A Critical Look at Partial Least Squares Modeling. *Management Information Systems Quarterly*, 33(1), p.171-175.
- Marshall, A., 1920. *Principles of Economics*, McMillan, Londres.
- Martin, K. & McConnel, J., 1991. Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover. *Journal of Finance*, 46(2), p.671-687.
- Martinet, A., 1979. Expérience et stratégies industrielles. *Revue d'économie industrielle*, 10(1), p.158-169.
- Maurand-Valet, A., 2011. Choix méthodologiques en Sciences de Gestion : pourquoi tant de chiffres ? *Management & Avenir*, 43(3), p.289.
- May, D.O., 1995. Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies? *Journal of Finance*, 50(4), p.1291-1308.
- Mayrhofer, U., 2001. *Les rapprochements d'entreprises, une nouvelle logique stratégique : une analyse des entreprises françaises et allemandes*, Berlin ; Bern ; Bruxelles: P. Lang. Mayrhofer, U., 2007. *Management stratégique*, Editions Bréal.
- McConnell, J.J. & Servaes, H., 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, p.595-612.
- McKinsey & Company, 2000. *Valuation: measuring and managing the value of companies*, New York: Wiley.
- Meeks, G. & Whittington, G., 1975. Directors' Pay, Growth and Profitability. *Journal of Industrial Economics*, 24(1), p.1-14.
- Mercier, D., 2000, L'analyse des trajectoires: Ressources qualitatives et quantitaves. In *Revue de Sociologie et d'Anthropologie*.
- Mercier, Samuel, 2000. La formalisation de l'éthique : un outil stratégique pertinent pour l'entreprise. *Finance Contrôle Stratégie*, 3(3), p.101-123.
- Merle, A., Chandon, J.-L. & Roux, Elyette, 2008. Comprendre la valeur perçue de la customisation de masse. Un modèle dissociant la valeur du produit customisé et de l'expérience de co-design. *Recherche et Applications en Marketing*, 23(3), p.27-50.
- Mertens-Santamaria, D. & Greciano, P.-A., 1997. *Entreprises européennes et mondialisation, 1978-1996 : état des lieux et stratégies*, Paris: la Documentation française.

- Merton, R.C., 1974. On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29(2), p.449–470.
- Metcalfe, C.E., 1998. The Stakeholder Corporation. *Business Ethics: A European Review*, 7(1), p.30-36.
- Meyer, P., 1998. Board Stock Ownership: More, and More Again. *Directors and Boards*, 22(2), p.55-60.
- Meyer, P., 2000. CEOs as owners: The Evolving Equity Stake in Executive compensation. *Directorship*, 26(9), p.9-14.
- Miles, M. & Huberman, A., 1994. *Analyse des données qualitatives : recueil de nouvelles méthodes*, Paris : DeBoeck Université.
- Miles, M. & Huberman, A., 2003. *Analyse des données qualitatives*, De Boeck (méthodes en sciences humaines), Bruxelles.
- Milgrom, P. & Roberts, J., 1992. *Economics, organization and management*, Prentice Hall International, Inc.
- Milkovich, G.T., Gerhart, B. & Hannon, J., 1991. The Effects of Research and Development Intensity on Managerial Compensation in Large Organizations. *Journal of High Technology Management Research*, 2(133-145).
- Miller, D.J., 1995. CEO Salary Increases May Be Rational After All: Referents and Contracts in CEO Pay. *Academy of Management Journal*, 38(5), p.1361-1385.
- Miller, J.S., Wiseman, Robert M. & Gomez-Mejia, Luis R., 2002. The Fit between CEO Compensation Design and Firm Risk. *The Academy of Management Journal*, 45(4), p.745-756.
- Mirrlees, J., 1976. The optimal structure of incentives and authority within an organization. *Bell Journal of Economics*, 7(1), p.105-131.
- Mishra, C.S. & Nielsen, J.F., 2000. Board independence and compensation policies in large bank holding companies. *Financial Management*, p.51–69.
- Mizruchi, M., 1983. Who Controls Whom? An Examination of the Relation between Management and Boards of Directors in the Large American Corporations. *Academy of Management Review*, 8(3), p.426-435.
- Mock & Nakamura, 2000. Japanese corporate governance and macroeconomic problems. In Harvard University Cambridge.
- Morck, R., Shleifer, A & Vishny, R.W, 1990. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, 45(1), p.31-48.
- Morck, R.A., Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1989. Alternative Mechanisms for Corporate Control. *American Economic Review*, 79(4), p.842-852.

- Morck, R.A., Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), p.293-315.
- Morck, R.K., Stangeland, D.A. & Yeung, B., 2000. Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease. In *Concentrated Corporate Ownership*. Randall K. Morck, Chicago, IL: University of Chicago Press, p. 319-369.
- Morin, F. & Rigamonti, E., 2002. Évolution et structure de l'actionnariat en France. *Revue française de gestion*, n° 141(5), p.155-181.
- Morrison, A.M., White, R.P. & Velsor, E.V., 1987. *Breaking the glass Ceiling: can women reach the top of America's Largest Corporations?*, Reading, Mass: Maddison-Wesley Pub. Co.
- Morse, A., Nanda, V.K. & Seru, A., 2008. Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs? *SSRN eLibrary*.
- Mossin, J., 1966. Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), p.768-783.
- Mucchielli, R., 2006. *L'analyse de contenu: Des documents et des communications*, ESF, Coll. Formation Permanente.
- Murphy, K.J, 1999. *Executive Compensation*, Card, Handbook of Labor Economics, North-Holland, Amsterdam.
- Murphy, K.J., 1985. Corporate Performance and Managerial Remuneration, and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1/2/3), p.11-42.
- Murphy, K.J., 1986. Incentives, Learning and Compensation: A theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts. *Journal of Economics (RAND)*, 17(1), p.59-76.
- Murphy, K.J. & Zabojnik, J., 2004. CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends. *American Economic Review*, 94(2), p.192-196.
- Murphy, Kevin J., 2002. Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), p.847-869.
- Murthy, K.R.S. & Salter, M.S., 1975. Should CEO Pay be Linked to Results? *Harvard Business Review*, 53(3), p.66-73.
- Nash, J.F., 1950. Equilibrium Points in N-Person Games. In Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America, p. 48-49.
- Nenova, T., 2003. The value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), p.325-351.
- Nestor, S. & Thompson, J., 1999. Corporate governance patterns in OCDE economics: is convergence under way? In *Corporate Governance in Asia: a comparative perspective*. Séoul.



- Ngobo, P.V. & Stephany, E., 2001. Les différences de performances financières entre les entreprises : résultats du marché français. *Finance Contrôle Stratégie*, 4(1), p.89-121.
- Norton, R.S., 1992. The balance Scorecard: Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*, 70(1), p.71-79.
- Nuno, F., 2008. E.C: Board Compensation and Firm Performance: The Role of « independant » boards members. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), p.30-44.
- O'Byrne, S., 1995. Total Compensation Strategy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), p.77-86.
- O'Reilly, C.A., Main, B.G. & Crystal, G.S., 1988. CEO Compensation as Tournament and Social Comparaison : a Tale of Two Theories. *Administrative Sciences Quarterly*, 33(2), p.257-274.
- O'Reilly III, C.A., Main, B.G. & Crystal, G.S., 1988. CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories. *Administrative Science Quarterly*, p.257-274.
- Obrecht, J.J., 1994. L'éthique et le nouvel entrepreneur. *Gestion 2000*, p.37-55.
- Ocasio, W., 1994. Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), p.285-312.
- Ofek, E. & Yermack, David, 2000. Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership. *The Journal of Finance*, 55(3), p.1367-1384.
- Ozkan, N., 2007. Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5), p.349-364.
- Palia, D., 2001. The endogeneity of Managerial Compensation on Firm Valuation: A Solution. *The Review of Financial Studies*, 14(3), p.735-764.
- Palmon, O. & Wald, J.K., 2002. Are Two Heads Better Than One? The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size? *Journal of Corporate Finance*, 8(3), p.213-226.
- Paquerot, M., 1997. Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle. In *Le gouvernement des entreprises*, in G. Charreaux. Théories et Faits, Economica, p. 105-137.
- Parisot, L., 2010. Les grandes entreprises promettent la parité. *Le Figaro*.
- Parisot, L., 2007. Rémunérations: le patronat appelle les dirigeants d'entreprises à la mesure. *Les Echos*.
- Pellemans, P., 1999. *Recherche Qualitative en Marketing : Perspective Psychoscopique*, Paris, DeBoeck Université.

- Penrose, E.T., 1959, *The theory of the growth of the firm*. John Wiley, New-York.
- Pérez, R., 2003. *La gouvernance de l'entreprise*, La Découverte, Coll. Repères.
- Perret, V. & Séville, M., 2003. Fondements épistémologiques de la recherche. In *Méthodes de recherche en management*. R.A. Thiétart. Dunod, Paris, p. 13-33.
- Perry, T. & Shivdasani, A., 2005. Do Board Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring. *Journal of Business*, 78(4), p.1403-1432.
- Petroni, K.B. & Safieddine, A., 1999. Ownership Concentration and Sensitivity of Executive Pay to Accounting Performance Measures: Evidence from Publicly and Privately-held Insurance Companies. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), p.185-209.
- Peyrelevade, J., 1999. *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica.
- Pfeffer, J., 1982. *Organizations and organization theory*, Cambridge, Mass.: Ballinger Pub. Co.
- Pfeffer, J., 1981. *Power in organizations*, Cambridge, Mass.: Ballinger Publishing Company.
- Pfeffer, J. & Salancik, G.R., 1978. *The external control of organizations: a resource dependence perspective*, New York: Harper & Row.
- Picot-coupey, K., 2009. Déterminants du choix d'un mode d'expansion internationale par un distributeur : modèle conceptuel et validation empirique. *Recherches et applications en marketing*, 24(4), p.23-55.
- Pige, B., 1994. La politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance des dirigeants.
- Point, S., 2005. La chasse au Fat Cats. *L'Express*.
- Pollin, J.-P., 2004. A propos de quelques ouvrages sur la gouvernance des entreprises. *Revue Economique*, 55(2), p.333-346.
- Poulain-Rehm, T., 2000. *Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative*. Thèse de doctorat, Université de Bordeaux IV.
- Poulain-Rehm, T., 2003. Stock-options, décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise : le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, 6(3), p.79-116.
- Raheja, C.G., 2005. Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), p.283-306.
- Rajagopalan, N. & Prescott, R., 1990. Determinants of Top Management Compensation: Explaining the Impact of Economic, Behavioral and Strategic Constructs and the Moderating Effects of Industry. *Journal of Management*, 16(3), p.515-538.

- Rajan, R.G. & Zingales, Luigi, 2003. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), p.5-50.
- Rappaport, A., 1999. New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance. *Harvard Business Review*.
- Reinartz, W.J., Haenlein, M. & Henseler, J., 2009. An Empirical Comparison of the Efficacy of Covariance-Based and Variance-Based SEM. *SSRN eLibrary*.
- Renee, A., Almeida, H. & Ferreira, D., 2005. Powerful CEOs and their Impact on Corporate Governance. *Review of Financial Studies*, 18(4), p.1403-1432.
- Renneboog, L., 2000. Ownership, Managerial Control and the Corporate Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange. *Journal of Banking and Finance*, 24(12), p.1959-1995.
- Rhoades, D.L., Rechner, P.L. & Sundaramurthy, C., 2000. Board Composition and Financial Performance: A Meta-Analysis of the Influence of Outside Directors. *Journal of Managerial Issues*, 12(1), p.76-92.
- Ricard, J., 2000. Comments on Rajan and Zingales, "The Governance of the New Enterprise. In *in Vives X, Corporate Governance Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press.
- Ricoeur, P., 1991. *Le temps de la responsabilité, entretiens sur l'éthique*, Fayard.
- Ricoeur, P., 1990. *Soi-même comme un autre*, Seuil, coll. « Points essais ».
- Ringle, C.M., Wende, S. & Will, A., 2005. SmartPLS Version 2.0. *University of Hamburg*.
- Rojot, J., 1992. Déontologie et gestion des ressources humaines. In *dans Ethique, déontologie et gestion de l'entreprise (H. De La Bruslerie)*. p. 117-139.
- Rosen, S., 1992. Contracts and the Market of executives. In *Contract Economics*. Lars Wain and Hans Wijkander (Malden, MA:Blackwell).
- Ross, S.A., 1973. The Economic Theory of Agency: The Principals Problem. *American Economic Review*, 63(2), p.134-139.
- Rossiter, J.R., 2002. The C-OAR-SE procedure for scale development in marketing. *Journal of Research in Marketing*, 19(4), p.305-335.
- Roussel, Patrice; Durrieu, Durrieu, F. & Campoy, E., 2002. Méthodes d'équations structurelles : recherches et applications en gestion.
- Roussel, Patrick, 2006. Méthodes de développement d'échelles pour questionnaire d'enquête. In *Management des ressources humaines, méthodes de recherches en sciences humaines et sociales, sous la direction de P. Roussel et F. Wacheux*. Bruxelles, De boeck.
- Rowley, T., 1988. A Normative Justification for Stakeholder Theory. *Business and Society*, 37(1), p.105-107.

- Rubin, H.J. & Rubin, I.S., 1995. *Qualitative Interviewing: The Art of Hearing Data*, Thousand Oaks, Sage.
- Ruiz-Quantanilla, S. & Blancero, D., 1996. Open Door Policies: Measuring Impact Using Attitude Surveys. *Human Resource Management*, 35(3), p.269-291.
- Rumelt, R., Schendel, D. & Teece, D., 1991. Strategic Management and Economics. *Strategic Management Journal*, 12(n°1 spécial), p.5-29.
- Ryan, H.E. & Wiggins, R.A., 2004. Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), p.497-524.
- Salop, J. & Salop, S., 1976. Self-Selection and Turnover in the Labor Market. *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), p.619-649.
- Sanders, W.G., 2001. Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay. *Academy of Management Journal*, 44(3), p.447-492.
- Sarstedt, M., 2008. A Review of Recent Approaches for Capturing Heterogeneity in Partial Least Squares Path Modelling. *Journal of Modelling in Management*, 3(2), p.140-161.
- Schuman, H., Kalton, G. & Ludwig, J., 1983. Context and Contiguity in Survey Questionnaires. *Public Opinion Quarterly*, 47(1), p.112-115.
- Scotese, P.G., 1985. Fold up those golden parachutes. *Harvard Business Review*, 64, p.168–72.
- Shapiro, S.S. & Wilk, M.B., 1965. An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). *Biometrika*, 52(3/4), p.591-611.
- Sharma, S., Durand, R.M. & Gur-Arie, O., 1981. Identification and analysis of moderator variables. *Journal of Marketing Research*, p.291–300.
- Sharpe, W.F., 1964. Capital Asset Prices: A Theory for Market, Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), p.425-442.
- Shen, W. & Cannella, A.A., 2003. Will Succession Planning Increase Shareholder Wealth? Evidence from Investor Reactions to Relay CEO Successions. *Strategic Management Journal*, 24(2), p.191-198.
- Shivdasani, A. & Yermack, D., 1999. CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 54(5), p.1829-1853.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), p.737-783.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), p.461-488.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1989. Management Entrenchment, the Case of Managers Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 24(1), p.123-139.

- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1991. Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic Management Journal*, 12, p.51-59.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1988. Value Maximisation and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), p.7-20.
- Simon, H., 1957. *Models of Man*, New-York, Wiley.
- Simon, H., 1983. The Compensation of Executives. *The Compensation of Executives*, 20, p.32-35.
- Simon, H., 1955. A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), p.99-118.
- Simsek, Z., 2007. CEO tenure and organizational performance: an intervening model. *Strategic Management Journal*, 28(6), p.653-662.
- Singh, H. & Harianto, F., 1989. Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. *Academy of Management Journal*, 32(1), p.7-24.
- Singh, M. & Davidson, W.N., 2003. Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Banking and Finance*, 27(5), p.793-816.
- De Singly, F., 1992. *L'enquête et ses méthodes: le questionnaire* Nathan., Paris.
- Sire, B. & Tremblay, M., 1999. Rémunérer les compétences plutôt que l'activité. *Revue Française de gestion*, (129), p.129-139.
- Sosik, J.J., Kahai, S.S. & Piovosio, M.J., 2009. Silver Bullet or Voodoo Statistics? *Group & Organization Management*, 34(1), p.5-36.
- Spearman, C., 1904. « General Intelligence, » Objectively Determined and Measured. *The American Journal of Psychology*, 15(2), p.201-292.
- Spence, A.M., 1973. Job Market Signalling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), p.355-374.
- Spencer, L.M. & Spencer, S.M., 1993. *Competence at work: Models of Superior Performance*, John Wiley & Sons.
- St-Onge, S., Magnan, M. & Calloc'h, Y., 2001. Conseils d'administration et rémunération des dirigeants d'entreprise au Canada: une perspective politique. *Revue Canadienne des Sciences de l'administration*, 18(2), p.57-76.
- Stammerjohan, W., 2004. CEO Compensation and Subsequent Firm Performance: An Empirical Investigation. *Corporate Ownership & Control*, 2(1), p.86-103.
- Stevens, J., 2002. *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*, Routledge.
- Stiglitz, J.E. & Edlin, A.S., 1992. Discouraging Rivals: Managerial Rent Seeking and Economic Inefficiencies.

- Strauss, A.L. & Corbin, J., 1998. *Basics qualitative research techniques and procedures for developing grounded theory*, Sage, London.
- Strickland, D., Wiles, K.W. & Zenner, M., 1996. A Requiem for the USA Is Small Shareholder Monitoring Effective? *Journal of Financial Economics*, 40(2), p.319-338.
- Sun, J. & Cahan, S., 2009. The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO cash Compensation and Accounting Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(1), p.193-207.
- Tagiuri, Renato & Davis, J., 1996. Bivalent Attributes of the Family Firm. *Family Business Review*, 9(2), p.199-208.
- Tarondeau, J.C. & Wright, R.W., 1995. La transversabilité dans les organisations ou le contrôle par le processus. *Revue Française de Gestion*, (104), p.112-121.
- Teece, D.J., Pisano, G. & Shuen, A., 1997. Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18(7), p.509-533.
- Tenenhaus, M., 2008a. *Component-based Structural Equation Modelling*, Paris: HEC School of Management.
- Tenenhaus, M., Pagès J., Ambroisine L., Guinot C., 2005b. PLS Methodology to Study relationships between hedonic Judgments and Product Characteristics. *Food Quality and Preference*, 16(4), p.315-325.
- Tenenhaus, M., Vinzi V.E., Chatelin Y-M., Lauro C., 2005. PLS Path Modelling. *Computational Statistics & Data Analysis*, 48(1), p.159-205.
- Tenenhaus, M., 2008b. *Structural Equation Modelling for Small Samples.*, Paris: HEC School of Management.
- Thaler, R.H. & Johnson, E.J., 1990. Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*, 36(6), p.643-660.
- Thiétart, R.-A., 2007. *Méthodes de recherche en management*, Dunod.
- Thomsen, S. & Pedersen, T., 2000. Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), p.689-705.
- Tirole, J., 2006. *The theory of corporate finance*, Princeton ; Oxford: Princeton University Press.
- Topel, R.H., 2000. Managing the Workplace. *Labour Markets and human Capital (Lecture Notes for Business, 343)*, University of Chicago.
- Tosi, H.L., 2000. How Much Does Performance Matter? A Meta Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, 26(2), p.301-339.
- Tosi, H.L. & Gomez-Mejia, L.R., 1994. CEO Monitoring: A Behavioral Approach. *Academy of Management Journal*, 37(4), p.1002-1016.

- Tosi, H.L. & Tosi, L., 1986. What Managers Need to Know about Knowledge Based Pay. *Organisational Dynamics*, 14(3), p.52-64.
- Tosi, H.S. & Gomez-Mejia, L.R., 1989. The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 34(4), p.169-189.
- Townsend, R., 1970. *Up the Organisation*, Knopf.
- Trebucq, S., 2003. La gouvernance d'entreprise contemporaine, héritière, de conflits historiques, d'essence idéologique et philosophique. In Communication présentée aux neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management, 20 et 21 mars 2003.
- Ungson, G.R. & Steers, R.M., 1984. Motivation and Politics in Executive Compensation. *Academy of Management Review*, 9(2), p.313-324.
- Valuet, J.P., 1997. *Stock-options : option de souscription ou d'achat d'actions*, Joly, Coll. Pratiques des Affaires.
- Vance, S.C., 1983. Corporate Leadership: Boards, Directors and Strategy. *New-York McGraw-Hill*.
- VanMaanen, J., 1983. *Qualitative Methodology*, Sage, Beverly-Hills.
- Veliyath, R. & Bishop, J.W., 1995. Relationship between CEO Compensation and Firm Performance: Empirical Evidence of Labor Market Norms. *The International Journal of Organizational Analysis*, 3(3), p.268-283.
- Vernette, E., 2006. *Techniques d'études de marché* 2ème éd., Vuibert, Paris.
- Vernimmen, P., 2002. *Finance d'entreprise*, Dalloz.
- Vernimmen, P., 2005. *Finance d'entreprise*, Dalloz-Sirey, Coll. Gestion.
- Vienot, M., 1999a. *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, CNPF-Afep,
- Vienot, M., 1999b. Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise, MEDEF-Afep.
- Viénot, M., 1995. *Rapport sur le Conseil d'administration des sociétés cotées*, AFEP et MEDEF.
- Vigliano, M.-H., 2010. L'effet de la structure du réseau du dirigeant sur sa rémunération: le cas français. *Revue Française de gestion*, 3(202).
- Vigliano, M.H., 2007. *Les déterminants de la rémunération des dirigeants français*.
- Villalonga, B., 2004a. Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series. *The Journal of Finance*, 59(2), p.479-506.
- Villalonga, B., 2004b. Does Diversification Cause the Diversification Discount? *Financial Management*, 33(2), p.5-27.

- Villalonga, B. & Amit, R., 2006. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Finance*, 80(2), p.385-417.
- VonNeumann, J. & Morgenstern, O., 1953. *The Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press (3ème Ed.).
- Wacheux, F., 1996. *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Economica, Paris.
- Wade, J., O'Reilly, C.A. & Chandratat, I., 1990. Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence. *Administrative Science Quarterly*, 35(4), p.587-603.
- Walsh, J. & Seward, J., 1990. On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), p.421-458.
- Walters, B., Hardin, T. & Schick, J., 1995. Top Executive Compensation: Equity or Excess? Implications for Regaining American Competitiveness. *Journal of Business Ethics*, 14(3), p.227-234.
- Weber, M., 1971. *Economie et société*, Plon, (Wirtschaft und Gesellschaft, 1922).
- Weber, M., 1922. *Le pouvoir, la domination, la légitimité et la violence*.
- Weick, K., 1995. *Sensemaking in Organizations*, Sage Publications, CA.
- Weil, Gotshal & Manges, 2002. *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union audits Member States*.
- Weiner, N. & Mahoney, T.A., 1981. A Model of Corporate Performance as a function of Environmental, Organizational, and Leadership Influences. *Academy of Management Journal*, 24(3), p.453-523.
- Weisbach, M.S., 1988. Outside Directors and Ceo Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), p.431-460.
- Weitzman, M.L. & Kruse, D., 1990. *Profit Sharing and Productivity*, Blinder A.S., Paying for Productivity: a look at the Evidence, Washington, DC: Brookings Institution.
- Wernerfelt, B., 1984. A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), p.171-180.
- Westphal, D. & Zajac, E.D., 1997. Defections from the Inner Circle: Social Exchange, Reciprocity, and the Diffusion of Board Independence in U.S. Corporations. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), p.161-183.
- Westphal, J., 1998. Board Games: How CEOs Adapt to Increases in Structural Board Independence from Management. *Administrative Science Quarterly*, 43(3), p.511-537.
- Westphal, J.D. & Zajac, E.J, 1998. The Symbolic Management of Shareholders: Corporate Governance Reforms and Shareholder Reactions. *Administrative Science Quarterly*, 43(1), p.127-153.



- Westphal, J.D. & Zajac, E.D., 1995. Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40(1), p.60-83.
- Westphal, J.D. & Zajac, E.J., 1994. Substance and Symbolism in CEOs' Long-term Incentives Plans. *Administrative Science Quarterly*, 39, p.367-390.
- Whetten, D.A., 1989. What Constitutes a Theoretical Contribution? *Academy of Management Review*, 14(4), p.490-495.
- Wiersema, M., 2002. Holes at the Top: Why CEO Firings Backfire. *Harvard Business Review*, 80(12), p.70-77.
- Williamson, O.E., 1986. Vertical, Integration of Related Variations on a Transaction, Cost Economic Theme. In *New Developments in the Analysis of Market Structure*. Stiglitz and Mathewson, p. 141-173.
- Wirtz, P., 1999. Evolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : le cas Krupp-Thyssen. *Finance Contrôle Stratégie*, 2(1), p.117-143.
- Wirtz, P., 2000. L'étude de cas : réflexions méthodologiques pour une meilleure compréhension du rôle de la comptabilité financière dans le gouvernement d'entreprise. *Comptabilité Contrôle Audit*, (n° spécial), p.121-135.
- Wirtz, P., 2005. Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite. *Comptabilité Contrôle Audit*, 1, p.141-159.
- Wirtz, P., 2001. Structures locales et logique de création et d'appropriation de rentes : les enseignements du cas Vodafone/Mannesmann. *Finance Contrôle Stratégie*, 4(4), p.163-201.
- Wirtz, Peter & Charreaux, Gérard, 2002. *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Paris: Economica.
- Wolcott, H.F., 1990. *Writing up Qualitative Research*, Sage Publications, CA.
- Wold, H., 1985. *Partial Least Squares*, New-York: Wiley.
- Wolfers, J., 2006. Diagnosing Discrimination: Stock Returns and CEO Gender. *Journal of the European Economic Association*, 4(2/3), p.531-541.
- Yermack, D., 1995. Do Corporation Award CEO Stock Options Effectively. *Journal of Financial Economics*, 39(2/3), p.237-269.
- Yermack, D., 2005. Flights of Fancy: Corporate Jets, Ceo Perquisites, and Inferior Shareholder Returns (AFA annual meetings).
- Yermack, D., 1997. Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company New Announcements. *Journal of Finance*, 52(2), p.449-476.
- Yermack, D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), p.185-211.

- Yermack, D., 2004. Remuneration, Retention and Reputation Incentives for Outside Directors. *Journal of Finance*, 59(5), p.2281-1308.
- Yin, 2003. *Case study research: design and methods* 3ème Edition.,
- Zahra, S., 2007. An Embeddedness Framing of Governance and Opportunism: Towards a Crossnationally Accommodating Theory of Agency-Critique and Extension. *Journal of Organizational Behaviour*, 28(1), p.69-73.
- Zajac, E.J. & Westphal, J.D., 2004. The social construction of market value: Institutionalization and learning perspectives on stock market reactions. *American Sociological Review*, 69(3), p.433-457.
- Zajac, E.J., 1990. CEO Selection, Succession, Compensation and Firm Performance: A Theoretical Integration and Empirical Analysis. *Strategic Management Journal*, 11(3), p.217-230.
- Zhang, Y., 2006. The Presence of a Separate CEO/President and its Impact on Strategic Change and CEO Dismissal. *Strategic Management Journal*, 27(3), p.283-300.
- Zhang, Y. & Rajagopalan, N., 2004. When we Know Devil is Better than an Unknown God: An Empirical Study of the Antecedents and Consequences of Relay CEO Successions. *Academy of Management Journal*, 47(4), p.483-500.
- Zhou, X., 2000. CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada. *The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economique*, 33(1), p.213-251.

## **Annexes**

### Annexe 1 : GUIDE D'ENTRETIEN

Annexe 2 : QUESTIONNAIRE

Annexe 3 : CONSTRUITS REFLEXIFS *VERSUS* FORMATIFS

Annexe 4 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES ET MATRICES DES  
CORRELATIONS

Annexe 5 : ANALYSE STATISTIQUE DESCRIPTIVE DU RETOUR SUR  
INVESTISSEMENT ET DE L'OPPORTUNITE DE CROISSANCE

Annexe 6 : TEST DU MODELE STRUCTUREL 1<sup>ERE</sup> ETAPE (PAR  
BOOTSTRAP)

Annexe 7 : TEST DU MODELE STRUCTUREL 1<sup>ERE</sup> ETAPE (PAR  
ALGORITHME)

Annexe 8 : TEST DU MODELE STRUCTUREL 2<sup>eme</sup> ETAPE (PAR  
BOOTSTRAP)

Annexe 9 : TEST DU MODELE STRUCTUREL 2<sup>eme</sup> ETAPE (PAR  
ALGORITHME)

Annexe 10 : TEST DU MODELE STRUCTUREL AVEC EFFET  
MODERATEUR

## **Annexe 1 : GUIDE D'ENTRETIEN**

Société :

Dans la présentation de mes résultats je suis obligée de présenter la qualité de la personne interrogée. Est-ce que je peux me permettre de vous demander votre fonction au sein de votre entreprise ?

1<sup>er</sup> Thème : La gouvernance d'entreprise

Pour commencer, j'aimerais qu'on aborde un premier thème portant sur la structure de gouvernance en entreprise (*lui dire s'il ne sait pas : qui représente l'organisation du contrôle et de la gestion de l'entreprise*).

1/ Décrivez moi votre système de gouvernance ?

2/ En tant que société anonyme, quelle structure organisationnelle avez-vous choisie ?

3/ >> *S'il répond, la forme duale, lui demander la spécificité de cette structure. Pour quelles raisons est-elle préférable au CA ?*

*>> S'il répond, le conseil d'administration, il faut rechaîner sur une explication sommaire du CA :*

Le conseil d'administration est constitué par un collège d'actionnaires, que l'on nomme sous le vocable d'"administrateurs", ce sont des personnes physiques élues par l'assemblée des actionnaires. C'est un organe dirigé par le Président du Conseil d'Administration.

4/ Votre entreprise a-t-elle optée pour une dissociation des fonctions (de gestion et de contrôle) du dirigeant ?

5/ Depuis l'instauration du rapport Bouton (2002), des recommandations préconisent au moins 50% d'administrateurs indépendants dans les conseils au capital dispersé et dépourvus

d'actionnaires de contrôle. Que pensez-vous de la présence de ces administrateurs au sein des conseils ?

6/ Comment avez-vous choisi vos administrateurs internes ?

7/ Au sein de votre conseil d'administration, quel est le nombre total d'administrateurs ?

8/ Votre actionnariat comprend t-il un actionnaire dominant ?

Si oui :

8a/ Quelle est la nationalité de l'actionnaire principal de votre entreprise ?

8b/ Vos actionnaires dominants sont-ils des spécialistes du métier principal de votre entreprise ou bien des financiers extérieurs ?

9/ Quelles sont les répercussions d'un actionnariat dominant sur les pratiques de gouvernance ?

10/ Quelle est la part de capital détenue par l'équipe de direction?

Enregistrer le %

10a/ Selon vous, l'équipe de direction a-t-elle plus ou moins d'informations, que les autres actionnaires, sur le fonctionnement de l'entreprise ?

10b/ Si la réponse est « Moins d'informations», Pourquoi ?

10c/ Si la réponse est « Plus d'informations», Pourquoi ?

11/ Pourriez-vous détailler la structure de l'actionnariat de votre entreprise ?

Premier actionnaire : Nom, % du capital,  
Deuxième actionnaire : Nom, % du capital  
Troisième actionnaire : Nom, % du capital  
Si votre entreprise est constituée d'un actionnariat dispersé, quel est le montant du flottant ?

12/ En terme de complexité interne (à l'intérieur de l'entreprise), comment qualifiez-vous les « technologies » pratiquées dans votre entreprise ?

Très simple \_\_\_\_\_ Simple \_\_\_\_\_ Compliquée \_\_\_\_\_ Très compliquée

13/ Selon vous, quelles sont les difficultés rencontrées par votre entreprise sur votre marché ?

14/ Selon vous, quels sont les parties prenantes de l'entreprise (hors équipe de direction) qui connaissent le mieux le fonctionnement et les enjeux de votre entreprise ?

15/ Selon vous, comment se situe votre entreprise, en terme de compétitivité par rapport à la moyenne des entreprises dans votre secteur ?

Le 2<sup>ème</sup> thème : L'aspect législatif

De nombreuses lois, portant sur le fonctionnement de celles-ci, ont été instaurées en France ainsi qu'à l'étranger :

Comme vous le savez, en 2002<sup>88</sup>, le parlement a voté la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques), dont l'objectif est de réduire les effets néfastes des dysfonctionnements internes et de la mondialisation. Suivie en 2003, par la loi de Sécurité Financière (équivalent de son homologue américain, Sarbanes Oxley Act), où l'objectif est de réduire les fraudes et les conflits d'intérêt d'une part et d'augmenter la transparence financière et la confiance du public dans les marchés. Cette dernière vise à imposer plus de précision dans le fonctionnement de l'entreprise, et ce, par l'intermédiaire des rapports de gestion.

16/ Pour quelles raisons des comités spécialisés (rémunération, audit...) ont été mis en place dans votre organisation ?

17a/ Un certain nombre de mesures sont mises en place par l'Afep-Medef. Connaissez-vous le code de bonne conduite promulgué en octobre 2008?

17b/ Si oui, Que pensez-vous de l'instauration du code de bonne conduite?

Les entreprises cotées doivent répondre à des obligations légales, la transparence en fait partie. En matière de communication, pratiquez-vous une politique d'annonces volontaires?

18a/ Si oui : Pour quelles raisons ?

18b/ Quel type d'annonces volontaires ?

---

<sup>88</sup> La loi NRE est entrée en vigueur par un décret en date du 20 février 2002 et s'applique à partir du 1er janvier 2003, depuis les exercices ouverts à partir du 1er janvier 2002.

18c/ Au sein de votre entreprise, quelle est la fréquence d'apparition des annonces volontaires ?

19/ Si non : Pour quelles raisons ?

3<sup>ème</sup> thème: Les déterminants organisationnels de la rémunérations des dirigeants mandataires sociaux

20/ Dans quelle mesure, la rémunération des mandataires sociaux est-elle fonction du secteur d'activité ?

21/ *Relance éventuelle* : pourriez-vous m'expliquer, plus en détail, votre réponse ?

22/ Dans votre entreprise, quand on parle de « package des rémunérations », quelle est la réaction de l'ensemble des parties prenantes ?

23/ Que pensez-vous des récents scandales financiers en France (affaire Elf, EADS..) ou à l'étranger (Enron, Lehman Brothers..) ?

24/ Que pensez-vous de la limitation du nombre de mandats (hors entreprise du dirigeant) demandée initialement par le rapport Viénot II puis repris dans la loi NRE?

25/ Quel est votre avis sur le degré de transparence, pratiqué par les dirigeants français en charge de la circulation de l'information dans l'entreprise ?



Les parachutes dorés sont des « primes de départ » offertes, par l'entreprise, aux dirigeants. Nombreuses sont les personnes qui ne comprennent pas l'intérêt, pour une entreprise, d'octroyer des montants très élevés de prime de départ, d'autant plus, que les entreprises cotées doivent offrir en parallèle des « primes de bienvenue » au dirigeant nouvellement recruté. De plus, ces parachutes dorés peuvent accentuer les « phénomènes d'enracinement » de la part du dirigeant, sachant que ce dernier ne démissionnera pas car cela annulerait sa prime de départ. La pratique des parachutes dorés a tendance à se répandre.

26/ Que pensez-vous de cette pratique ?

27/ Pensez-vous que l'existence de parachutes dorés, au niveau des mandataires sociaux, freine ou au contraire n'a aucun impact sur le licenciement de ces derniers par le conseil ?

28/ Concernant la nomination du P-DG dans votre entreprise, pourriez-vous m'expliquer la démarche adoptée par le conseil ?

29/ Selon votre expérience, la rémunération du P-DG varie t-elle en fonction du secteur d'activité ?

30/ *Relance* : Pourriez-vous détailler votre réponse ?

31/ Selon vous, quel(s) caractéristique(s) de l'entreprise peut avoir une incidence sur la détermination des montants et modes de rémunération du P-DG de l'entreprise ?

32/ A votre avis, quel est l'intérêt de l'attribution de stock-options aux mandataires sociaux ?

33a/ Certaines personnes pensent que la performance de l'entreprise entraîne l'accroissement de la rémunération de long terme (stock-options, actions..) des dirigeants.  
Qu'en pensez-vous ?

33b/ Est-ce le cas dans votre entreprise ?

34/ Pensez-vous que ce soit la performance de l'entreprise qui cause la rémunération des dirigeants ?

34a/ Si oui, la hausse des rémunérations est elle proportionnelle à la hausse des performances ?

34b/ Si oui, la baisse de rémunération est-elle proportionnelle à la baisse de performance ?

34c/ Si non, pour quelles raisons ?

35/ Depuis combien de temps êtes vous employé au sein de l'entreprise ?

36/ Puis-je vous demander votre année de naissance ?

## **Annexe 2 : QUESTIONNAIRE**

## **Les déterminants de la rémunération des plus hauts dirigeants exécutifs des entreprises cotées sur le SBF 120**

*IAE d'Aix-en-Provence*

*Je rédige une thèse sur la rémunération des dirigeants et leurs déterminants. Je m'intéresse, en partie, à la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. Si vous acceptez de m'accorder 6 minutes de votre temps, je m'engage à vous faire parvenir les résultats de cette enquête. Toutes les informations que vous nous communiquerez resteront confidentielles.*

*Merci de votre participation.*

1. Nom de l'entreprise

2. Civilité

- Monsieur
- Madame
- Mademoiselle

3. Pouvez-vous m'indiquer dans quelle fourchette se situe le chiffre d'affaires de votre entreprise?

- 1. Entre 1 et 10 milliards d'€
- 2. Entre 11 et 20 milliards d'€
- 3. Entre 21 et 60 milliards d'€
- 4. Entre 61 et 100 milliards d'€
- 5. Plus de 100 milliards d'€

4. A quel secteur d'activité "principal" appartient votre entreprise?

- 1. Agro-alimentaire
- 2. Chimie
- 3. Electronique
- 4. Automobile-aéronautique
- 5. Banque-assurance
- 6. Bâtiment
- 7. Distribution
- 8. Energie
- 9. Services aux entreprises (optique)
- 10. Hôtellerie
- 11. Mécanique
- 12. Textile
- 13. Autres

5. Selon vous, quel est le degré d'indépendance des dirigeants vis-à-vis des actionnaires de votre entreprise?

- 1. Très faible
- 2. Faible
- 3. Moyen
- 4. Fort
- 5. Très fort

6. Dans votre entreprise, selon vous, le conflit d'intérêt le plus fréquent est:

- 1. Entre les dirigeants et les actionnaires
- 2. Entre les dirigeants et les employés
- 3. Entre les dirigeants et les banquiers (en tant que prêteurs)
- 4. Entre les dirigeants et les pouvoirs publics
- 5. Entre les dirigeants et les parties opérationnelles
- 6. Entre les actionnaires majoritaires et les minoritaires
- 7. Pas de conflit

7. Pouvez-vous classer les outils utilisés pour inciter les dirigeants à la performance, selon l'ordre de préférence (de 1 à 4) de votre entreprise:

- 1. Primes exceptionnelles
- 2. Distributions d'actions
- 3. Stock-options

4. Boni (participation aux résultats)

Ordonnez 4 réponses.

8. Quels sont les outils incitatifs à la performance que vous utilisez ?

- Primes exceptionnelles
- Distributions d'actions
- Stock-options
- Boni (participation aux résultats)

9. Certaines entreprises ont une politique de récompense des dirigeants en fonction de leurs performances passées (A). D'autres sont rémunérés pour les inciter à produire de la performance future (B). Votre entreprise se situe-t-elle:

- 1. Plutôt dans la première catégorie (A)
- 2. Plutôt dans la deuxième catégorie (B)
- 3. Aucune (la rémunération est indépendante de la performance)

10. Pensez-vous que, dans votre entreprise, le degré de contrôle de la rémunération des dirigeants, par le comité de rémunération soit:

- 1. Supérieur à celui du secteur considéré
- 2. Equivalent à celui du secteur considéré
- 3. Inférieur à celui du secteur considéré

11. Quel est le diplôme du P-DG ou du Président du directoire?

- 1. Ecole Centrale (Paris)
- 2. Ecole des Ponts
- 3. Ecole des Mines
- 4. ESSEC
- 5. Ecole Nationale d'Administration
- 6. HEC Paris
- 7. Ecole Polytechnique
- 8. INSEAD
- 9. Université (Etude dans le secteur public)
- 10. Autre

12. Quel est le diplôme du Numéro 2 de l'entreprise?

- 1. Ecole Centrale (Paris)
- 2. Ecole des Ponts
- 3. Ecole des Mines
- 4. ESSEC
- 5. Ecole Nationale d'Administration
- 6. HEC Paris
- 7. Ecole Polytechnique
- 8. INSEAD
- 9. Université (Etude dans le secteur public)
- 10. Autre

13. Quelle est l'ancienneté (en années) du P-DG à ce poste ?

14. Quelle est l'ancienneté (en années) du P-DG dans l'entreprise ?

15. Quelle est votre fonction au sein de l'entreprise ?

1. P-DG, Président du Directoire

2. Autre

16. IP

17. Datesaisie

18. CLE

## Annexe 3 : CONSTRUITS REFLEXIFS VERSUS FORMATIFS

Distinction entre construits réflexifs et formatifs (d'après Diamantopoulos et al., 2008, repris par Lacroux, 2009)

Modèle de mesure d'un construit latent réflexif	Modèle de mesure d'un construit latent formatif
<p> <math>\eta</math> = construit latent  <math>x_i</math> = indicateurs  <math>\lambda</math> = coefficient représentant l'effet du construit sur l'indicateur (<i>loading</i>)  <math>\varepsilon</math> = indicateur de l'erreur de mesure         </p>	<p> <math>\eta</math> = construit latent  <math>x_i</math> = indicateurs  <math>\gamma</math> = coefficient représentant l'effet de l'indicateur sur le construit (coefficient de régression)  <math>r</math> = corrélations entre indicateurs  <math>\zeta</math> = indicateur « d'erreur » (<i>disturbance term</i>)         </p>
<p>Le construit est la « cause » des indicateurs. Sur le plan formel, Chaque indicateur est lié à la variable latente par une équation de régression simple du type :</p> $x_i = \lambda_i \eta + \varepsilon_i$	<p>Les indicateurs sont la « cause » du construit. Sur le plan formel, le modèle s'écrit comme une équation de régression multiple :</p> $\eta = \sum_{i=1}^n \gamma_i x_i + \zeta$

L'indicateur d'erreur (*disturbance term*) rend compte du pourcentage de variation du construit du à d'autres causes que les indicateurs (cf. Diamantopoulos et al., 2008 p.1211, pour une analyse détaillée).



## Annexe 4 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES ET MATRICES DES CORRELATIONS

### Analyses descriptives

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Nombre d'administrateurs indépendants	108	0	18	5,37	3,219	,992	,233	1,788	,461
Ancienneté en tant que P-DG	108	1	32	8,14	7,563	1,739	,233	2,865	,461
Ancienneté dans l'entreprise	108	1	43	12,19	9,819	,932	,233	,348	,461
Nombre de mandats	108	0	6	1,86	1,544	,409	,233	-,549	,461
Nombre de comités	108	0	5	2,72	,933	,029	,233	,201	,461
% Investisseurs institutionnels	108	,00	89,00	34,746	29,43518	,223	,233	-1,280	,461
Valid N (listwise)	108								

### Corrélations entre les composantes de la rémunération des dirigeants

		Salaire	Bonus
Salaire	Pearson Correlation	1	,419**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	108	108
Bonus	Pearson Correlation	,419**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	108	108

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

### Corrélations entre les composantes de la performance économique

		SMEAN(ROA)	SMEAN(PTB)
SMEAN(ROA)	Pearson Correlation	1	,361**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	108	108
SMEAN(PTB)	Pearson Correlation	,361**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	108	108

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

### Corrélations entre les composantes du pouvoir du dirigeant

		Ancienneté en tant que PDG	Ancienneté dans l'entreprise	Mandats	Cumul sans valeur 0
Ancienneté en tant que PDG	Pearson Correlation	1	,524**	,176*	,189*
	Sig. (2-tailed)		,000	,005	,005
	N	108	108	108	108
Ancienneté dans l'entreprise	Pearson Correlation	,524**	1	,204*	,225*
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000
	N	108	108	108	108
Mandats	Pearson Correlation	,176*	,204*	1	,191*
	Sig. (2-tailed)	,005	,000		,000
	N	108	108	108	108
Cumul sans valeur 0	Pearson Correlation	,189*	,225*	,191*	1
	Sig. (2-tailed)	,005	,000	,000	
	N	108	108	108	108

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

### Corrélations entre les composantes du contrôle de l'actionnariat et du conseil

		Nbres de comités	PctInstit	Indep
Nbres de comités	Pearson Correlation	1	,266**	,179
	Sig. (2-tailed)		,005	,065
	N	108	108	108
PctInstit	Pearson Correlation	,266**	1	,351**
	Sig. (2-tailed)	,005		,000
	N	108	108	108
Indep	Pearson Correlation	,179	,351**	1
	Sig. (2-tailed)	,065	,000	
	N	108	108	108

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

## Annexe 5 : ANALYSE STATISTIQUE DESCRIPTIVE DU RETOUR SUR INVESTISSEMENT ET DE L'OPPORTUNITE DE CROISSANCE

### Statistiques descriptives initiales

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
SMEAN (ROA)	108	-,07	,27	,0535	,05316	1,509	,233	<b>4,720</b>	,461
LINT (PTB)	108	,84	9,31	2,7351	1,50327	1,673	,233	<b>3,652</b>	,461
Valid N (listwise)	108								

### Statistiques descriptives après transformation

		Statistic	Std. Error	
LnROACarre	Mean	-6,4608	,20217	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	-6,8616	
		Upper Bound	-6,0601	
	5% Trimmed Mean	-6,3233		
	Median	-5,9423		
	Variance	4,414		
	Std. Deviation	2,10098		
	Minimum	-14,84		
	Maximum	-2,59		
	Range	12,24		
	Interquartile Range	1,51		
	Skewness	-1,393	,233	
	<b>Kurtosis</b>	<b>2,587</b>	<b>,461</b>	
LnPtbcarre	Mean	1,7629	,09418	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	1,5762	
		Upper Bound	1,9496	
	5% Trimmed Mean	1,7341		
	Median	1,6057		
	Variance	,958		
	Std. Deviation	,97873		
	Minimum	-,35		
	Maximum	4,46		
	Range	4,81		
	Interquartile Range	1,39		
	Skewness	,380	,233	
	<b>Kurtosis</b>	<b>-,336</b>	<b>,461</b>	

