

**Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ?  
Jeux d'influence et mobilisation du capital social au sein  
des sociétés du CAC 40.**

**Aurélien EMINET – EM Lyon / IFGE**

**Stefan ASSEMAN – EM Lyon / IFGE**

**Zied GUEDRI – EM Lyon / IFGE**

Correspondance :

Aurélien Eminent

[eminet@em-lyon.com](mailto:eminet@em-lyon.com)

Tél : +33 (0)4 78 33 77 80

Fax : +33 (0)4 78 33 79 27

EM Lyon / IFGE

23, avenue Guy de Collongue

F 69 134 Ecully cedex

# **Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ?**

## **Jeux d'influence et mobilisation du capital social au sein des sociétés du CAC 40.**

Résumé :

Ce papier suggère que deux leviers d'influence peuvent être mobilisés par le dirigeant pour atténuer les capacités de contrôle de son conseil d'administration, et obtenir ainsi une rémunération plus avantageuse. Le premier levier est constitué par la structure du conseil d'administration, plus ou moins favorable au contrôle du dirigeant (dualité du conseil, ratio d'administrateurs non exécutifs,...) (Boyd, 1994 ; Conyon et Peck, 1998). Le second levier repose sur la mobilisation des ressources externes que le dirigeant peut mettre en œuvre pour atténuer la fonction de contrôle du conseil via la mobilisation de son capital social (Belliveau, O'Reilly III et Wade, 1996 ; Geletkanycz, Boyd, Finkelstein, 2001).

Les effets directs de ces deux leviers d'influence sont testés sur la rémunération totale, mais aussi sur chacune de ses composantes (fixe, variable et stock options) et sur le ratio de rémunération fixe sur la rémunération totale. Nous testons l'ensemble de ces hypothèses sur un échantillon composé des dirigeants des entreprises appartenant à l'indice CAC40 sur une période de 6 années s'étendant entre 2001-2006.

Les résultats montrent qu'il est important d'examiner chacune des composantes de la rémunération séparément, ces leviers d'influence ayant des effets variés pour chacune d'elles. Ils montrent que le dirigeant cherche à obtenir une rémunération sans risque en maximisant la composante fixe de cette dernière. L'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires est dès lors potentiellement fragilisé.

Mots clés : Dirigeant, Rémunération, Influence, Conseil d'administration, Capital Social.

**Les auteurs remercient les deux rapporteurs anonymes qui par leurs remarques et suggestions ont contribué à l'amélioration de ce papier. Les auteurs restent seuls responsables de leurs propos.**

## INTRODUCTION

Le passage d'un capitalisme managérial à un capitalisme actionnarial a entraîné des revendications nouvelles concernant le contrôle des dirigeants (Monks et Minow, 2003 ; Davis et Thompson, 1994 ; Gomez, 2003). Les actionnaires veillent à ce que leurs intérêts soient le plus possibles alignés avec ceux des dirigeants. Cet alignement est depuis longtemps préconisé par la théorie économique (Fama, Jensen, 1983 ; Jensen, Meckling, 1976 ; Alchian, Demsetz, 1972) dans laquelle ces revendications trouvent leurs sources. Un levier déterminant de l'alignement de ces intérêts est constitué par la politique de rémunération des dirigeants mise en place au sein des entreprises (Finkelstein, Hambrick, 1988 ; Tosi, Gomez-Mejia, 1994).

La question de la rémunération des dirigeants cristallise une part importante des débats en gouvernement des entreprises et illustre les frictions croissantes entre les actionnaires et dirigeants. L'enjeu de ce champ d'études porte davantage sur l'architecture de la rémunération des dirigeants que sur le niveau de rémunération proprement dit. En effet, selon les modalités de sa rémunération, le dirigeant oriente différemment la stratégie de l'entreprise et au final influence sa valorisation boursière (Gomez-Mejia et Wiseman, 1997).

Ainsi, en terme de gouvernance, l'enjeu stratégique et financier qui justifie les décisions du dirigeant, influencées par son design de rémunération, dépasse de loin la question du coût de sa rémunération, qui ne constitue qu'une charge secondaire pour l'entreprise (Davis, 1991). En revanche, le niveau des rémunérations est un enjeu symbolique fort qui touche à la réputation de ce dirigeant et de l'entreprise. Les projets actuels de réglementations nouvelles des stock options ainsi que de nombreux rapports d'experts viennent répondre aux récentes affaires sur les rémunérations jugées excessives de l'ex dirigeant de Vinci ou des dirigeants d'EADS. Les rémunérations des dirigeants sont ainsi comparées entre elles, mais également avec les rémunérations d'autres catégories de salariés. Elles représentent autant un enjeu financier que symbolique dans le gouvernement des entreprises.

Les travaux sur la rémunération des dirigeants, après avoir longtemps été abordés sous l'angle de la performance économique (Finkelstein et Hambrick, 1988 ; Baker, Jensen et Murphy, 1988 ; Tosi et Gomez-Mejia, 1989 ; Jensen et Murphy, 1990), s'orientent aujourd'hui vers la compréhension du fonctionnement du conseil d'administration (Wade,

O'Reilly et Chandratat, 1990 ; Belliveau, O'Reilly et Wade, 1996). Cette recherche s'inscrit dans le prolongement de ces travaux qui visent à établir un lien entre les capacités d'influence du dirigeant sur son conseil et la manière dont ce dernier est rémunéré.

Le conseil d'administration est l'organe compétent pour déterminer la rémunération des mandataires sociaux (art. L. 224-47 du Nouveau Code de Commerce) et la loi lui fait obligation d'informer les actionnaires sur le niveau de ces rémunérations dans son rapport adressé à l'assemblée générale (art. L. 225-102 al. 1). Cette compétence s'inscrit dans un rôle plus large de contrôle du dirigeant, cette responsabilité du conseil d'administration est aujourd'hui renforcée pour répondre aux exigences des actionnaires. Ce rôle est clairement établi par la théorie de l'agence. Le conseil d'administration constitue en effet le mécanisme de contrôle interne du dirigeant : Il assure la protection des intérêts des actionnaires, vérifie la fiabilité des comptes, ainsi que la pertinence de la mise en œuvre de la stratégie. Dit autrement, il veille à l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants.

La conception du design de rémunération du dirigeant constitue un outil de monitoring important à la disposition du conseil d'administration, destiné notamment à aligner les revenus du dirigeant avec la performance de l'entreprise. Le conseil d'administration est toutefois l'objet de fortes critiques. Il est accusé de ne pas défendre correctement les intérêts des actionnaires, et de privilégier ceux des dirigeants. Les conseils sont soupçonnés d'être sujets à l'influence des dirigeants, ceux-ci ayant alors la possibilité de définir eux-mêmes les déterminants de leurs rémunérations (Boyd, 1994 ; Conyon et Peck, 1998). Ils vont tenter de maximiser leur rémunération mais aussi de minimiser leur risque et distendre le lien entre leur rémunération et la performance de la firme. Dès lors, il y a un risque de dissociation des intérêts du dirigeant et de ceux de la firme, et l'objectif de l'alignement des intérêts des managers et des actionnaires n'est plus garanti par le design de rémunération.

En résumé, la rémunération des dirigeants ne serait que partiellement déterminée par la qualité de leur gestion (Boyd, 1994). Deux propositions résument cette hypothèse :

- 1 : Le dirigeant cherche à maximiser son intérêt personnel au regard des critères de sa rémunération.
- 2 : Ces chances de maximiser sa rémunération dépendent de sa capacité à maximiser son influence sur le conseil d'administration.

Ce papier teste deux mécanismes qui atténuent les capacités de contrôle du conseil d'administration sur le dirigeant, et examine leurs effets sur la rémunération des dirigeants. Le premier mécanisme est constitué par la mobilisation des ressources institutionnelles mises à la disposition du conseil pour lui permettre d'exercer son contrôle en termes de partage des responsabilités et d'indépendance des processus de décision. Le second mécanisme repose sur la mobilisation des ressources externes que le dirigeant peut mettre en œuvre pour atténuer la fonction de contrôle du conseil. Ces ressources externes sont constituées par le réseau social du dirigeant qui lui permet d'acquérir un statut social prestigieux et de créer une asymétrie d'information entre lui et son conseil, et in fine lui confèrent une capacité d'influence.

Alors que de nombreux travaux en gouvernement des entreprises s'intéressent exclusivement à l'impact de la structure des conseils sur la rémunération du dirigeant, en s'appuyant sur la théorie de l'agence ainsi qu'une perspective structuraliste du pouvoir et du contrôle, il s'agit ici d'intégrer les travaux en sociologie qui montrent l'existence d'un levier d'influence extérieur à la firme basée sur le capital social du dirigeant. Ces deux dimensions sont construites par une méthodologie qui permet de tenir compte et de combiner plusieurs éléments de structure des conseils et plusieurs types de ressources dans le capital social. L'effet direct de la mobilisation de ces ressources interne et externe sur la rémunération est testé, ainsi que le lien entre performance de la firme et la rémunération du dirigeant (Jensen et Murphy, 1990 ; Boschen, Duru, Gordon, et Smith, 2003 ; Petroni et Safieddine, 1999).

Nous présentons les bases théoriques de ces deux leviers d'influences avant d'en tirer nos hypothèses sur les conséquences attendues sur la rémunération des dirigeants. Nous présentons ensuite la méthodologie et l'échantillon utilisé pour tester ces hypothèses. Nous livrons ensuite les résultats avant de discuter de leurs conséquences théoriques.

## **I ASPECTS THEORIQUES ET HYPOTHESES**

### **1.1 : LA STRUCTURE DU CONSEIL COMME SOURCE DE L'INFLUENCE DU DIRIGEANT SUR SA REMUNERATION.**

Le premier levier d'influence est lié à la structure interne du conseil d'administration. Cette structure peut favoriser l'autonomie du dirigeant ou au contraire favoriser son contrôle et réduire la capacité d'influence du dirigeant sur ses administrateurs.

La théorie de l'agence a bien étudié les conséquences d'une séparation de la propriété et du management des firmes. Cette séparation crée des divergences d'intérêt entre les actionnaires et le dirigeant, ce dernier cherchant en priorité à maximiser sa propre fonction d'utilité (Jensen et Meckling, 1976), parfois au détriment de la maximisation des intérêts des actionnaires. La théorie positive de l'agence préconise alors la séparation des décisions de contrôle et de management (Fama et Jensen, 1983). Les mécanismes de contrôle sont externes (le marché du capital peut changer le contrôle de la firme), et interne (le monitoring est assuré par le conseil d'administration). Le conseil représente les actionnaires et il est en charge de la protection de leurs intérêts. Son objectif principal est donc de veiller à l'alignement des intérêts des actionnaires et du dirigeant, en s'assurant que le dirigeant ne s'approprie pas la quasi rente organisationnelle au détriment des propriétaires de la firme (Charreaux, Desbrières, 1998). En effet, selon la théorie de l'enracinement, le dirigeant utilise intentionnellement ses ressources afin de créer une situation de rente et maximiser son revenu (Shleifer, Vishny, 1989 ; Castanias, Helfat, 1992). Plusieurs stratégies d'enracinement sont possibles, l'établissement de contrats implicites, l'investissement dans des actifs spécifiques, qui peuvent permettre au dirigeant de se maintenir à la direction de la société même en cas de sous performance (Charreaux, 1996). La stratégie de neutralisation des mécanismes internes de gouvernance, et donc du conseil d'administration, est une stratégie bien identifiée par la littérature destinée à augmenter sa rémunération (Castanias, Helfat, 1992).

En résumé, le conseil d'administration a la responsabilité d'évaluer les performances du dirigeant et de la firme, et de fixer sa rémunération en conséquence.

Plusieurs travaux empiriques ont essayé de montrer comment le conseil d'administration remplit sa mission de fixation et de monitoring de la rémunération du dirigeant. Par exemple, Gomez-Mejia (1994) a montré que lorsque le conseil exerce effectivement son contrôle sur le dirigeant, il relâche son influence sur le processus de fixation de sa rémunération. Zald (1969) quant à lui a établi que la responsabilité du conseil pour fixer la rémunération du dirigeant dépendait des ressources mises à disposition des membres pour exercer leur contrôle sur les dirigeants. Ces ressources dépendent de l'organisation interne du conseil d'administration. Cette première source d'influence s'ancre dans la perspective de la théorie de l'agence et repose sur une approche structuraliste du pouvoir et du contrôle. De nombreux travaux ont montré l'impact de la structure du conseil sur les relations entre administrateurs et dirigeants : elle détermine la capacité du dirigeant à influencer l'ordre du jour des réunions du conseil (Lorsch, 1989), la possibilité pour le dirigeant de livrer des informations au conseil à son avantage sans être questionné (Mace, 1971) ou encore obliger un administrateur trop inquisiteur à démissionner (Lorsch, 1989).

C'est pour corriger ces dysfonctionnements que des réformes de structure des conseils ont été suggérées par des rapports de bonnes pratiques en gouvernement des entreprises (Rapport AMF, 2004 ; Bouton, 2002 ; Combined Code, 2000 ; Vienot, 1995, 1999). La dissociation des fonctions de contrôle et de direction, par exemple, et conformément aux préconisations de la théorie de l'agence, peut être améliorée par la séparation des fonctions de Président du conseil et de Directeur Général, ou en adoptant une structure à directoire et conseil de surveillance. De même, la recommandation d'incorporer un tiers d'administrateurs indépendants au sein des conseils permet de limiter l'influence du dirigeant sur les administrateurs.

Plusieurs travaux ont testé l'impact de ces réformes sur la rémunération des dirigeants aux Etats Unis en trouvant des résultats inverses de ceux qui étaient attendus. Ces travaux montrent qu'une structure du conseil favorable au contrôle du dirigeant est corrélée avec une forte rémunération (Conyon et Peck, 1998 ; Boyd, 1994) ou bien n'influence que faiblement celle-ci (Zajac et Westphal, 1995 ; Finkelstein et Hambrick, 1989). Boyd fait la revue des explications possibles et suggère que les administrateurs internes sont mieux à même de remettre en cause et discuter les décisions du dirigeant que les administrateurs externes, notamment lorsqu'ils briguent la succession à la tête de l'entreprise (Mizruchi, 1983). En outre, la présence d'administrateurs internes rend plus difficile pour le dirigeant la possibilité d'augmenter sa rémunération de manière disproportionnée par rapports aux autres directeurs

exécutifs. A l'inverse, il est également possible que la présence d'administrateurs externes favorise une rémunération élevée du dirigeant. Finkelstein et Hambrick (1988) suggèrent que ces administrateurs estiment que leur prestige dépend de la stature, et donc de la rémunération, du dirigeant.

Ces travaux empiriques comportent toutefois des limites importantes, qui à notre avis, ne permettent pas de conclure sur les effets de la structure du conseil sur la rémunération du dirigeant. Les impacts de la structure du conseil ne sont mesurés que sur la rémunération globale du dirigeant. Conyon et Peck (1998) ne tiennent pas compte des stocks options qui représentent un tiers de la rémunération des dirigeants en France (Proxinvest, 2007). Boyd (1994) ne sépare pas le fixe du bonus, et ne peut donc pas mesurer la part de rémunération qui n'est pas liée aux résultats de la firme. Nous suggérons ici qu'il est important de mesurer l'impact de la structure du conseil sur chacune des composantes de la rémunération du dirigeant : fixe, partie variable (ou bonus) et stock options. En effet, il est possible que le conseil choisisse d'augmenter la partie variable du dirigeant, et donc toutes choses égales par ailleurs sa rémunération totale, en renforçant pourtant l'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires. En favorisant une rémunération liée aux résultats, il incite le dirigeant à prendre davantage de risques, et lie ses intérêts à ceux des actionnaires. Conyon et Peck (1998) reconnaissent d'ailleurs qu'en présence d'administrateurs externes, le lien entre performance et rémunération est renforcé.

**H1 : Il existe une relation positive entre la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration et la rémunération totale du dirigeant.**

**H2 : Il existe une relation positive entre la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration et la rémunération fixe du dirigeant.**

Selon la théorie normative de l'agence (Harris, Raviv, 1978 ; Holmstrom, 1979), la partie variable de la rémunération couplée avec l'attribution de stock options favorise l'alignement des intérêts du dirigeant et des intérêts des actionnaires. Un conseil ayant des structures de contrôle fortes essaie normalement de privilégier la hausse de ces composantes. Cependant, ce mécanisme d'alignement se heurte à l'aversion au risque des dirigeants, qui préfèrent une rémunération déconnectée de la performance de leur entreprise, et préfèrent donc maximiser la partie fixe de leur rémunération par rapport à la partie variable (Kahneman et Tversky,

1979 ; Thaler et Johnson, 1990). La part de rémunération fixe dans la rémunération totale est un critère fréquemment lié en gouvernement des entreprises à l'influence du dirigeant et à la faiblesse du conseil. Celui-ci est supposé l'exercer de manière à augmenter le ratio rémunération fixe sur rémunération variable. En conséquence, nous proposons les trois hypothèses suivantes :

**H3 : Il existe une relation négative entre la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration et la rémunération variable du dirigeant.**

**H4 : Il existe une relation positive entre la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration et la valeur des stocks options attribuées au dirigeant.**

**H5 : Il existe une relation positive entre la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration et la part de la rémunération fixe dans la rémunération totale.**

## **1.2 LE CAPITAL SOCIAL COMME SOURCE D'INFLUENCE DU DIRIGEANT SUR SON CONSEIL.**

Le second mécanisme d'influence est le capital social du dirigeant, qui s'ancre dans une perspective macrosociologique. Le capital social réfère aux ressources disponibles dans les réseaux sociaux des individus et aux ressources issues de ses liens institutionnels avec l'élite dirigeante qui peuvent être mobilisées pour améliorer sa position (Bourdieu et Boltanski, 1978 ; Coleman, 1988 ; Useem et Karabel, 1986).

Le capital social est fréquemment utilisé comme indicateur de l'influence d'un dirigeant et utilisé pour comparer l'influence de chacun (Ibarra et Andrews, 1993 ; Allen, 1974, 1978 ; Mills, 1956). Baker et al. suggèrent que les résultats limités des travaux à perspectives économiques s'expliquent par le manque de prise en compte de l'influence sociale qui peut être exercée par le dirigeant (Baker, Jensen et Murphy, 1988). Cette influence, comme la structure du conseil, est pourtant un élément repéré comme pouvant être utilisé par le dirigeant dans son propre intérêt au détriment de celui des actionnaires (Wade, O'Reilly et Chandratat, 1990 ; Westphal et Khanna, 2003).

Les réseaux sociaux sont un puissant outil pour explorer le rôle du capital social du dirigeant (Burt, Hogarth et Michaud, 2000 ; Useem et Karabel, 1986 ; D'Aveni et Kesner, 1993 ;

Mizruchi, 1996 ; Mizruchi et Bunting, 1981). Les nombreux travaux empiriques (pour une revue, Mizruchi, 1996) montrent que ces liens permettent au dirigeant une plus grande coopération avec son environnement, diminuent la compétition inter-firmes et augmentent les profits (Burt, 1983). Ils sont des canaux d'informations stratégiques (Davis, 1991 ; Haunschild, Beckman, 1998) et permettent de contrôler des ressources clés (Pfeffer et Salancik, 1978 ; Mizruchi, 1982). Ces liens augmentent le prestige et la crédibilité du dirigeant (Selznick, 1957 ; DiMaggio et Powell, 1983). Ces liens sont une source importante de légitimité et renforcent son autorité dans son conseil. Les sièges multiples et l'information acquise par le dirigeant rendent le contrôle plus difficile, les administrateurs peuvent éprouver des difficultés à évaluer les objectifs et les enjeux du dirigeant. Ils sont un mécanisme de promotion professionnelle (Zajac, 1988) et d'intégration des individus dans une élite soudée autour de la défense des intérêts généraux du capital (Burris, 2005 ; Useem, 1979).

Ces liens entre conseils sont plus denses en France que dans d'autres pays et constituent un « petit monde » (Chabi et Maati, 2005) permettant aux dirigeants de s'enraciner (Charreaux, 2003 ; Pichard-Stamford, 2000). Certains avancent que leurs constitutions sont le reflet des liens d'amitiés entre les dirigeants et une élite issue des grandes écoles (en France, l'ENA ou Polytechnique) cherchant à se perpétuer et à préserver les avantages acquis (Kadushin, 1995 ; Maclean, Harvey et Press, 2006). L'intérêt de l'entreprise et de ses actionnaires semblent être second au mieux, contradictoire au pire, car la suspicion de collusion entre cette élite pèse sur le devoir de contrôle et de défense des intérêts des actionnaires (Zeitlin, 1974 ; Ornstein, 1980).

Le dirigeant peut dès lors utiliser ces ressources externes pour influencer son conseil d'administration ou atténuer le monitoring dont il fait l'objet en le rendant plus difficile. Il peut ainsi améliorer sa position et obtenir des conditions de rémunération plus avantageuses.

Aucune étude, à l'exception notable de Geletkanycz et al. (Geletkanycz, Boyd et Finkelstein, 2001), n'intègre simultanément l'influence basée sur le capital social, largement fondée sur la macro sociologie, et l'influence basée sur la structure du conseil d'administration, basée sur une perspective économique. Devers et al. suggèrent de construire des modèles qui intègrent les différents facteurs explicatifs issues des différents champs disciplinaires (Devers, Cannella, Reilly, et al., 2007). “(...) *scholars from a number of disciplines have examined*

*compensation through a wide variety of theoretical lenses. Although this work has uncovered new insights that hold the potential to significantly improve our understanding of executive compensation, the disparate nature of this research restricts scholars' capacity to effectively integrate these insights into a more completely developed perspective.*"<sup>1</sup> Nous testons dans ce papier la possibilité que le capital social du dirigeant et la structure de son conseil d'administration déterminent conjointement sa rémunération ainsi que ces différentes composantes.

En outre, l'enracinement du dirigeant est favorisé par un réseau social conséquent (Charreaux, 2003). Le prestige du dirigeant est accru par son implantation dans le réseau et lui permet d'influencer le niveau de sa rémunération ainsi que le poids relatif de ces différentes composantes à son avantage. Le conseil d'administration peut plus difficilement prendre des mesures de rétorsions à l'égard d'un dirigeant bien intégré dans la communauté des affaires, car cela nuirait à la réputation de toute l'entreprise (Walsh et Seward, 1990). En conséquence, nous suggérons les hypothèses suivantes :

**H6 : Il existe une relation positive entre le capital social du dirigeant et la rémunération totale du dirigeant.**

**H7 : Il existe une relation positive entre le capital social du dirigeant et la rémunération fixe du dirigeant.**

**H8 : Il existe une relation négative entre le capital social du dirigeant et la rémunération variable du dirigeant.**

**H9 : Il existe une relation positive entre le capital social du dirigeant et la valeur des stocks options attribuées au dirigeant.**

**H10 : Il existe une relation positive entre le capital social du dirigeant et la part de la rémunération fixe dans la rémunération totale.**

---

<sup>1</sup> Traduit par nous : « (...) des chercheurs issues de nombreuses disciplines ont étudié la rémunération aux travers de perspectives théorique très diverses. Bien que ces travaux ont permis de faire des avancées significatives dans la compréhension de la rémunération des dirigeants, la nature disparate de ces recherches restreint la capacité des chercheurs à intégrer efficacement ces développements dans une seule perspective plus complète. »

## **II MÉTHODOLOGIE :**

### **2.1 ÉCHANTILLON :**

Nous testons l'ensemble de ces hypothèses sur un échantillon composé des entreprises appartenant à l'indice CAC40 (40 plus importantes capitalisations à la Bourse de Paris) sur une période de 6 années s'étendant entre 2001-2006. L'annexe 1 liste les différentes sociétés de notre échantillon. Les dirigeants sont les mandataires sociaux en charge de responsabilités exécutives, PDG, DG en cas de séparation des fonctions de président du conseil et de direction générale ou président du directoire dans les conseils à structure duale. Il est particulièrement intéressant de tester ces hypothèses sur un échantillon français. En effet, bien que les entreprises soient cotées au CAC40, l'échantillon inclut des firmes multinationales contrôlées par une coalition familiale dont le dirigeant est le fondateur, ou un actionnaire important. Cela nous permet de contrôler ces effets qui sont fondamentaux dans la compréhension de la fixation des rémunérations des dirigeants.

Les données sur les rémunérations ont été collectées à partir de sources secondaires, principalement les documents de références des entreprises destinés à l'Autorité des Marchés Financiers.

### **2.2 OPERATIONNALISATION DES VARIABLES**

#### **2.2.1 Variables indépendantes :**

##### **Structure de contrôle du conseil d'administration sur le dirigeant :**

Pour chaque année et chaque conseil d'administration, nous avons constitué une variable binaire (Boyd, 1990) qui prend la valeur de 1 dans le cas où la structure adoptée par l'entreprise est avec conseil de surveillance et directoire, et de 0 dans le cas d'une structure classique avec conseil d'administration. Nous avons également créé une deuxième variable binaire pour distinguer le cas où le dirigeant est le PDG (codé 0), qui cumule les fonctions de Direction Générale et Présidence du conseil, du cas où ces deux fonctions sont séparées et confiées à des personnes différentes (codé 1). La dualité est associée à une amélioration du

contrôle du conseil sur le dirigeant (Hambrick, Finkelstein, 1987 ; Mork, Shleifer, et Vishny, 1989)

De même, pour chaque conseil et pour chaque année, nous avons calculé le ratio d'administrateurs non-exécutifs en divisant le nombre d'administrateurs externes par le nombre total d'administrateur dans le conseil (Weisbach, 1988). Un ratio élevé d'administrateurs externes limite la possibilité pour le dirigeant de dominer son conseil, renforce sa fonction de contrôle (Zajac, 1990) et garantit le maintien de la compétition au sein du management (Fama, 1980).

Nous n'avons pas retenu comme variable indépendante la présence (ou non) d'un comité des rémunération au sein du conseil d'administration. En effet, toutes les entreprises de notre échantillon disposent d'un tel comité. Cette variable n'est donc pas discriminante pour expliquer les rémunérations.

### **Capital social :**

Nous avons mesuré le capital social du dirigeant en utilisant cinq variables. Les quatre premières variables mesurent la position du dirigeant dans un réseau constitué de tous les membres des conseils d'administration de 202 entreprises appartenant à l'indice SBF 250 (indice boursier de 250 entreprises cotées à la bourse de Paris). La taille du réseau est de 2731 individus. Il incorpore les dirigeants du CAC 40 pour lesquels nous avons recueilli les données, et il tient compte de leurs relations via un réseau plus large de dirigeants et d'administrateurs qui constituent la communauté des affaires en France. Nous avons utilisé plusieurs mesures de la position des dirigeants dans ce réseau d'individus (Wasserman et Faust, 1994). Nous présentons ces mesures qui ont été obtenues à l'aide d'UCINET 6 (Borgatti, Everett et Freeman, 2002).

Nous avons mesuré la centralité des administrateurs en fonction du "degree centrality" telle que définie par Freeman (1991), en comptant le nombre de liens directs qu'un individu entretient avec les autres membres du réseau des dirigeants et administrateurs.

La centralité d'intermédiarité (betweenness centrality) est un indicateur du contrôle de l'information dans le réseau (Freeman, 1979). Un dirigeant qui a une position d'intermédiaire

entre deux autres individus sans contact direct entre eux a une position stratégique pour faire circuler ou non l'information.

De même, les trous structuraux (effective size et constraint) sont un outil pour mesurer la position stratégique des individus dans un réseau et leur capital social (Burt, 1995). Si les contacts d'un individu se connaissent directement ou si ils connaissent les même personnes (en situation d'équivalence structurale), le bénéfice de ces contacts est moindre qu'en situation de trou structurel. Un trou structurel désigne une connexion entre deux contacts non redondants. La non-redondance des contacts assure des bénéfices en termes d'information et de contrôle (Burt, 1992). La taille efficace (effective size) mesure la quantité des contacts séparés par un trou structurel. Le degré de contrainte d'un individu (constraint) mesure quant à lui le nombre de contacts bénéficiant d'une telle position, affaiblissant ainsi la position de cet individu.

Pour la cinquième variable, nous avons compté le nombre de mandats détenus par un dirigeant dans les conseils des 202 entreprises ayant la plus forte capitalisation en France. Le nombre de mandats étant un indicateur de prestige et le signe d'une intégration à l'élite dirigeante (Useem, 1984, p63).

### **2.2.2 Variables de contrôle :**

Nous avons contrôlé plusieurs effets qui peuvent expliquer la capacité du dirigeant à influencer sa rémunération en dehors de nos variables indépendantes : l'ancienneté du dirigeant à son poste dans l'entreprise ainsi que son âge (Miller, Janice, Wiseman et al., 2002 ; Larner, 1970). Nous avons également créé une variable de contrôle indicatrice selon si le dirigeant est le fondateur de la société (1) ou non (0). Nous avons également contrôlé la taille de l'entreprise en choisissant le logarithme du chiffre d'affaires de la même manière que plusieurs autres recherches sur les rémunérations (Lambert, Larcker et Weigelt, 1991 ; Miller, Janice, Wiseman et al., 2002 ; Larner, 1970).

Nous avons également contrôlé l'effet sectoriel. Celui-ci détermine un niveau de risque économique qui fait varier la structure de la rémunération du dirigeant. La dynamique économique du secteur peut également faire varier la performance de l'entreprise et entraîner des variations du niveau de rémunération des dirigeants indépendamment de leurs décisions

et de leurs influences (Bebchuk et Fried, 2003). Pour tenir compte de ce contexte, nous avons utilisé la codification sectorielle des entreprises de la base de données financières Thomson Financial, et extrait le code sectoriel (SIC code) de chacune des entreprises du CAC 40. Nous avons ensuite créé une variable indicatrice pour chacun des six secteurs présent dans notre échantillon d'entreprises, et codé pour chaque entreprise 1 si elle appartient au secteur concerné, 0 dans le cas contraire.

De plus, trois variables de performances économiques et financières ont été sélectionnées pour contrôler ses effets sur la rémunération des dirigeants : la rentabilité des capitaux propres (ROE), la rentabilité de l'actif économique (ROA) et la rentabilité des investissements (ROI). Ces indicateurs de performances ont été recueillis sur la base de données Thomson Financial. Il est important de contrôler les critères de performances car une partie de la rémunération des dirigeants est liée aux performances de l'entreprise en N-1. Ces indicateurs sont systématiquement utilisés dans les travaux empiriques sur les rémunérations (Jensen et Murphy, 1990 ; Pour une revue : Devers, Cannella, Reilly et al., 2007 ; Tosi, Werner, Katz et al., 2000)

### **2.2.3 Variables dépendantes :**

La rémunération se compose de trois composantes qui ont mesurées séparément : une partie fixe, une partie variable qui est directement liée à la performance économique de l'entreprise et enfin, une partie qui dépend de la performance boursière à long terme, constituée par l'attribution de stock options. Les deux premières composantes figurent dans le document de référence des entreprises déposé à l'AMF. Concernant les stocks options, leur valeur a été calculée en utilisant la formule de Black et Scholes (1973) préconisé par la SEC (Security and Exchange Commission) et par le normalisateur IAS (norme IFRS). Pour ce calcul, nous avons recueilli l'information concernant le nombre d'options attribuées, le prix d'exercice, la durée du plan dans les documents de référence AMF. Le taux sans risque, le prix de l'action à la date d'attribution fixée par le conseil d'administration sont extraits de la base Thomson Financial et la volatilité historique à dix jours à été calculée à partir de ces informations.

La rémunération totale est l'addition de ces trois composantes. Le ratio de la rémunération fixe a été calculé en divisant la partie fixe par la rémunération totale.

Nous avons calculé le logarithme de chacune des 5 variables dépendantes (rémunération totale, rémunération fixe, variable, stocks options et le ratio de rémunération fixe) comme préconisé par Finkelstein et Hambrick (1989) pour réduire l'hétéroscédasticité.

### III ANALYSE ET RESULTATS

L'analyse statistique des données utilisées dans cette recherche a été faite en deux étapes. Dans la première étape, nous avons effectué une analyse factorielle en composantes principales afin d'évaluer la validité discriminante des variables adoptées pour mesurer les concepts de performance, capital social et structure de contrôle du conseil. Dans la seconde étape, nous avons utilisé les scores obtenus dans l'analyse factorielle pour chacun des facteurs dans des régressions multiples dans le but de tester les dix hypothèses présentées ci-dessus.

**Tableau 1 : Résultats de l'analyse factorielle en composantes principales**

Variables	Composantes		
	Performance	Structure de contrôle du conseil	Capital social du dirigeant
Retour sur investissement	0.94		
Rentabilité des immobilisations	0.93		
Rentabilité des capitaux propres	0.69		
Cumul des fonctions de dirigeant et de président du conseil		-0.70	
Structure duale du conseil		0.67	
Ratio des administrateurs non exécutifs		0.59	
Centralité locale (Degree centrality)			0.98
Centralité d'intermédiarité (Betweenness centrality)			0.86
Taille efficace du réseau (Effective size)			0.98
Degré de contrainte (Constraint)			-0.87
Nombre de mandats			0.98

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.  
Méthode de rotation : Varimax avec normalisation de Kaiser.  
Les valeurs inférieures à 0,40 ne sont pas indiquées dans le tableau

Les résultats de l'analyse factorielle, présentées dans le tableau 2, confirment la présence de trois facteurs orthogonaux distincts. En effet, on observe que les variables retour sur investissement, rentabilité de l'actif économique et rentabilité des capitaux propres forment le premier facteur qui mesure la performance de l'entreprise. De la même manière, les variables mesurant le cumul des fonctions de dirigeant et de président du conseil, la structure duale du conseil et le ratio des administrateurs non exécutifs forment le deuxième facteur illustrant la structure de contrôle du conseil sur le dirigeant. Enfin, les variables mesurant la position du dirigeant dans le réseau et le nombre de ses mandats convergent pour former le troisième facteur représentant le capital social du dirigeant.

Au totale, cette analyse factorielle nous permet d'introduire trois variables afin de réaliser nos tests, une variable de contrôle de la performance, et nos deux variables indépendantes, le capital social détenu par le dirigeant et la structure du conseil d'administration, plus ou moins favorable à l'influence du dirigeant. Le tableau numéro 2 présente les statistiques descriptives de toutes les variables utilisées dans cette recherche. Le schéma en annexe 2 synthétise la modélisation ainsi effectuée.

**Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables utilisées dans cette recherche**

	Moyenne	Ecart-type	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
1 : Age du dirigeant	57,04	6,79	1,00																		
2 : Ancienneté du dirigeant	10,64	8,38	0,30	1,00																	
3 : Dirigeant fondateur	0,04	0,19	0,08	0,35	1,00																
4 : Pourcentage du capital détenu par le dirigeant	2,27	7,98	-0,02	0,31	0,29	1,00															
5 : Chiffres d'affaires*	9,72	1,07	0,01	-0,26	0,04	-0,10	1,00														
6 : SIC1	0,08	0,28	0,14	0,16	0,52	0,13	0,23	1,00													
7 : SIC2	0,15	0,36	0,03	0,44	-0,08	0,00	-0,22	-0,13	1,00												
8 : SIC4	0,11	0,31	0,00	-0,06	-0,07	-0,10	0,02	-0,10	-0,14	1,00											
9 : SIC5	0,11	0,31	-0,08	0,06	-0,07	-0,10	0,01	-0,10	-0,14	-0,12	1,00										
10 : SIC6	0,15	0,36	0,06	-0,11	-0,08	-0,11	0,20	-0,13	-0,17	-0,14	-0,14	1,00									
11 : SIC7	0,05	0,21	0,10	-0,16	-0,04	-0,06	-0,19	-0,07	-0,09	-0,08	-0,08	-0,09	1,00								
12 : Performance	0,00	1,00	0,15	0,26	0,00	0,08	-0,18	0,19	0,29	0,04	0,10	-0,15	-0,14	1,00							
13 : Capital social	0,00	1,00	-0,03	0,03	-0,08	-0,05	0,28	0,00	0,16	0,26	0,00	-0,07	-0,06	0,00	1,00						
14 : Contrôle faible du conseil	0,00	1,00	-0,19	0,07	-0,07	-0,15	-0,10	-0,04	0,13	-0,04	-0,04	-0,17	-0,02	0,00	0,00	1,00					
15 : Rémunération totale*	14,82	0,78	0,06	0,32	0,01	0,29	0,19	0,14	0,25	-0,08	0,01	-0,15	-0,07	0,17	0,14	0,16	1,00				
16 : Rémunération fixe*	13,72	0,46	-0,07	0,21	0,06	0,03	0,28	0,08	0,30	0,05	-0,02	-0,33	-0,02	-0,05	0,42	0,10	0,57	1,00			
17 : Rémunération variable*	12,83	3,49	-0,05	0,13	-0,06	0,07	-0,06	0,13	0,17	0,00	0,04	-0,15	0,03	0,41	-0,05	0,28	0,55	0,18	1,00		
18 : Stocks options*	13,95	1,23	0,17	0,22	0,04	0,29	0,13	-0,07	0,06	-0,11	0,06	-0,11	-0,08	0,08	0,02	-0,04	0,87	0,32	0,17	1,00	
19 : Ratio rémunération fixe sur rémunération totale*	-1,10	0,64	-0,17	-0,24	0,03	-0,34	-0,03	-0,11	-0,10	0,14	-0,02	-0,05	0,08	-0,19	0,09	-0,12	-0,80	0,01	-0,50	-0,79	1,00

Les valeurs supérieures à 0,16 sont statistiquement significatives à  $\alpha < 0,05$ .

\* Ces variables ont été transformée en utilisant la fonction logarithme népérien.

Le tableau 3 illustre les résultats des régressions multiples utilisées dans cette recherche. Les modèles 1, 3, 5, 7 et 9 présentés dans ce tableau sont des modèles qui n'incluent que les variables de contrôle utilisées pour chacune de nos cinq variables dépendantes. Les cinq autres modèles (modèle 2, 4, 6, 8 et 10) intègrent les variables de contrôle ainsi que les deux variables indépendantes, capital social et structure de contrôle du conseil.

Contrairement à ce que nous suggérons dans notre première hypothèse, les résultats du modèle 2 montrent que l'effet direct linéaire de la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration sur la rémunération totale du dirigeant est négatif (effet statistiquement significatif à un niveau  $\alpha < 0,01$ ). Les modèles 4 et 8 testant l'impact de la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration sur la rémunération fixe et la valeur des stocks options attribuées au dirigeant suggèrent que cet impact n'est pas statistiquement significatif (à un niveau  $\alpha < 0,05$ ). En revanche, les résultats des modèles 6 et 10 suggèrent que la faiblesse des structures de contrôle du conseil d'administration a un impact négatif sur la valeur de la rémunération variable et un impact positif sur le ratio de la rémunération fixe sur la rémunération variable (effets statistiquement significatifs à un niveau  $\alpha < 0,001$  pour le modèle 6 et  $\alpha < 0,01$  concernant le modèle 10). Ces résultats suggèrent que les hypothèses 3 et 5 sont validées alors que les hypothèses 1, 2 et 4 sont rejetées.

En ce qui concerne l'impact du capital social du dirigeant sur sa rémunération, le tableau 3 montre que seul le modèle 4 liant le capital social du dirigeant à la valeur de sa rémunération fixe est statistiquement significatif à un niveau  $\alpha < 0,001$  avec une relation positive (hypothèse 7). En revanche, les hypothèses 6, 8, 9 et 10 sont rejetées.

**Tableau 3 : Résultats des régressions linéaires**

Variables	Rémunération totale		Rémunération fixe		Rémunération variable		Stocks options		Ratio rémunération fixe / rémunération totale	
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8	Modèle 9	Modèle 10
Constante	12,04*** (0,68)	11,73*** (0,70)	12,12*** (0,40)	12,30*** (0,40)	14,81*** (3,26)	11,41*** (3,28)	9,17*** (1,44)	9,15*** (1,48)	0,44 (0,62)	0,89 (0,62)
Age du dirigeant	-0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,08* (0,04)	-0,05 (0,04)	0,03 (0,02)	0,03 (0,02)	-0,01 (0,01)	-0,01* (0,01)
Ancienneté du dirigeant	0,03*** (0,01)	0,02** (0,01)	0,01** (0,01)	0,01** (0,01)	0,05 (0,04)	0,02 (0,04)	0,02 (0,01)	0,02 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)
Dirigeant fondateur	-0,96*** (0,35)	-0,89* (0,35)	-0,03 (0,20)	0,03 (0,19)	-3,22 (1,71)	-2,94 (1,65)	-0,02 (0,77)	0,02* (0,80)	0,90** (0,31)	0,87** (0,30)
Actionnariat du dirigeant	0,02*** (0,01)	0,03*** (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	0,01 (0,03)	0,04 (0,03)	0,03** (0,01)	0,03* (0,01)	-0,02*** (0,01)	-0,03*** (0,01)
Chiffres d'affaires	0,27*** (0,05)	0,27*** (0,05)	0,21*** (0,03)	0,17** (0,03)	0,21 (0,26)	0,36 (0,27)	0,30** (0,11)	0,30* (0,11)	-0,05 (0,04)	-0,07 (0,05)
SIC1	0,23 (0,25)	0,25 (0,24)	-0,08 (0,14)	-0,10 (0,14)	1,58 (1,19)	1,76 (1,14)	-0,97* (0,48)	-0,98 (0,48)	-0,33 (0,22)	-0,36 (0,22)
SIC2	0,29 (0,19)	0,32 (0,20)	0,31** (0,11)	0,25* (0,11)	0,18 (0,94)	0,74 (0,93)	-0,16 (0,40)	-0,15 (0,41)	-0,07 (0,17)	-0,14 (0,17)
SIC3	-0,10 (0,18)	-0,05 (0,19)	0,04 (0,10)	-0,04 (0,10)	0,02 (0,88)	0,81 (0,89)	-0,59 (0,42)	-0,58 (0,44)	0,14 (0,16)	0,03 (0,16)
SIC4	-0,01 (0,19)	0,07 (0,19)	-0,09 (0,11)	-0,09 (0,10)	-0,14 (0,92)	0,50 (0,89)	0,03 (0,38)	0,04 (0,38)	-0,13 (0,17)	-0,22 (0,16)
SIC5	-0,28 (0,16)	-0,19 (0,16)	-0,47*** (0,09)	-0,44*** (0,09)	-0,53 (0,78)	0,01 (0,77)	-0,54 (0,33)	-0,54 (0,34)	-0,18 (0,14)	-0,25 (0,14)
SIC6	0,29 (0,26)	0,30 (0,26)	0,21 (0,14)	0,19 (0,14)	2,31 (1,25)	2,54* (1,20)	-0,18 (0,53)	-0,18 (0,54)	-0,01 (0,22)	-0,04 (0,22)
Performance	0,05 (0,06)	0,05 (0,05)	-0,04 (0,03)	-0,04 (0,03)	1,39*** (0,28)	1,36*** (0,27)	0,06 (0,16)	0,06 (0,16)	-0,06 (0,05)	-0,05 (0,05)
Capital social		0,01 (0,05)		0,11*** (0,03)		-0,39 (0,26)		-0,01 (0,14)		0,06 (0,05)
Contrôle faible du conseil		-0,14** (0,05)		-0,01 (0,03)		-0,95*** (0,25)		-0,05 (0,14)		0,14** (0,04)
R <sup>2</sup>										
R <sup>2</sup> ajusté	32,5	35,4	40,8	44,8	23,2	30,5	22,3	22,4	24,9	29,8
F Fisher	27,3	29,5	36,0	39,6	17,2	24,1	13,6	12,1	18,9	23,2
	6,22***	5,98***	8,54***	8,52***	3,89***	4,78***	2,55**	2,16*	4,15***	4,49***

Ce tableau fait apparaître les coefficients bêtas non standardisés et les erreurs standards entre parenthèses.

Seuils de significativité: \*\*\* p < 0,001 ; \*\* p < 0,01 ; \* p < 0,05.

Toutes les variables dépendantes ainsi que la variable chiffre d'affaires ont été transformée en utilisant la fonction logarithme népérien.

## IV DISCUSSION

Ce papier intègre dans un même modèle deux leviers d'influences des dirigeants pour infléchir le conseil d'administration et obtenir ainsi une rémunération plus avantageuse. Il est important de prendre en compte ces deux dimensions, il ne suffit pas de s'intéresser uniquement aux effets de structure du conseil qui retiennent aujourd'hui toute l'attention des rapports de bonne gouvernance et qui font l'objet de nombreux travaux académiques (Devers, Cannella, Reilly et al., 2007). Nous avons voulu ici combiner les apports de la sociologie et de l'étude des réseaux sociaux qui offrent une conception alternative du pouvoir et qui doit être intégré aux travaux plus traditionnels qui s'appuient sur la théorie de l'agence et une perspective structuraliste du pouvoir. En combinant les effets de structures mais aussi les ressources externes à l'entreprise, il est possible de dégager leur part respective sur la rémunération totale mais aussi chacune de ses composantes (fixe, bonus, et stocks options).

Ce papier prend en compte les effets de préférences sur les différentes composantes de la rémunération. En effet, le montant absolu de la rémunération totale n'est qu'un des résultats du comportement de maximisation du dirigeant (Finkelstein et Hambrick, 1988). Il est également important de tenir compte de la préférence du dirigeant pour une rémunération sans risque et détachée des aléas économiques qui pèsent sur la firme. Pour autant, la rémunération totale doit incorporer chacune de ces composantes car le fixe n'incorpore qu'une partie des revenus du dirigeant.

L'influence du dirigeant liée à la détention d'un capital social conséquent n'a d'effet que sur le montant de sa rémunération fixe mais n'a aucun effet significatif sur la rémunération totale. Cela confirme l'hypothèse selon laquelle le dirigeant arbitre en faveur d'une rémunération certaine même si cette dernière est moins élevée au final qu'une rémunération plus contingente, qui est dépendante des performances à court terme de l'entreprise (Gomez-Mejia, 1997). De part leur position dans le réseau social et leur prestige, ces dirigeants peuvent négocier avec leur conseil d'administration une rémunération fixe, sans risque, plus élevée. Ce phénomène est aussi expliqué par le fait que les entreprises, afin d'attirer des dirigeants prestigieux et qui possèdent des ressources relationnelles importantes, proposent une rémunération garantie plus élevée à ces derniers. La prime d'arrivée (welcome bonus), très fréquente dans le monde anglo-saxon pour attirer des dirigeants prestigieux, n'est pas pratiquée en France. Nous pouvons toutefois supposer qu'en l'absence de cette prime de

biennu, les dirigeants cherchent à négocier une rémunération fixe plus élevée, destinée à rémunérer leur prestige et leurs ressources relationnelles.

Nos résultats montrent également qu'un conseil faible n'augmente pas la rémunération totale du dirigeant mais qu'au contraire sa rémunération a davantage de chances de diminuer. De notre point de vue, cela n'infirme que partiellement les prédictions de la théorie de l'agence. En effet, celle-ci s'intéresse davantage à la structure de la rémunération du dirigeant plutôt qu'à son montant en valeur absolue. Elle préconise de transférer une partie du risque de l'actionnaire vers le dirigeant en diminuant la partie fixe de sa rémunération. La diminution de cette part permet de lier plus fortement la rémunération du dirigeant aux performances de l'entreprise. Nos résultats montrent qu'un faible contrôle du conseil sur le dirigeant est associé à une part variable plus faible et à un ratio rémunération fixe sur rémunération totale plus élevé. La encore, cela semble confirmer la préférence du dirigeant pour une rémunération moins risquée, confirmant ainsi l'hypothèse d'aversion au risque des managers (Kahneman et Tversky, 1979 ; Thaler et Johnson, 1990). A l'inverse, un conseil ayant une structure de contrôle du dirigeant plus forte, augmente la partie variable, et donc diminue le ratio de la rémunération sans risque, tout en pouvant aussi augmenter le montant de la rémunération globale.

Il est aussi envisageable que les dirigeants ne disposant pas d'un capital social conséquent mais bénéficiant d'un conseil faible soient moins assurés d'obtenir une rémunération fixe importante. En revanche, ils peuvent compenser ce coût d'opportunité en négociant un portefeuille de stock-options attractif plutôt qu'une formule de rémunération variable. En effet, les stock-options sont généralement perçues comme moins risquées, moins sujets aux aléas du court terme, et bénéficiaient d'une très bonne réputation au début des années 2000 du fait de la bulle internet qui semblait alors garantir de fortes plus values boursières. Après 2002, les rémunérations issues des stocks options perçues par les dirigeants se sont fortement dégradées en valeur, passant d'une moyenne de 3.6 millions d'euros en 2002 à 2.8 millions d'euros en 2005.

Ce dernier élément peut expliquer pourquoi aucune de nos deux hypothèses concernant l'impact du capital social et de la structure du conseil sur les stocks options n'est vérifiée. Cependant, ce résultat ne signifie pas que le dirigeant n'exerce aucune influence sur l'attribution de stock options mais que cette influence peut être masquée par les facteurs de

marché qui conditionnent la valeur de ces options, sur lesquels le dirigeant n'a pas prise (par exemple, évolution du sous-jacent déconnectée de la valeur ajoutée marchande, changement du taux sans risque, modification de la volatilité sectorielle).

En conclusion, il semble donc important d'examiner les effets de ces mécanismes d'influence sur chacune des composantes de la rémunération, qui n'ont pas les mêmes déterminants et ne sont pas sujets aux mêmes préférences des dirigeants. Cette étude permet d'examiner plus finement les effets d'influence en tenant compte de ces préférences.

### **Limites et perspectives :**

Afin d'approfondir cette analyse, nous suggérons pour de futures recherches d'examiner plus en détail les modalités d'attributions des stock-options, sur lesquels le dirigeant a potentiellement une emprise. Le dirigeant n'a probablement qu'une emprise relative sur la valorisation finale des stocks options qui dépendent de facteurs exogènes de marché. En revanche, il a une emprise plus forte sur les conditions et modalités d'attribution de ces stocks options (quantité attribuée, prix d'exercice, fréquence et durées des plans).

Le contexte de l'utilisation du capital social du dirigeant peut être affiné en tenant compte de la proximité sociale entre dirigeants et administrateurs. Plusieurs travaux suggèrent que le dirigeant augmente son influence sur son conseil en choisissant des administrateurs ayant les mêmes attributs sociodémographiques que lui (Westphal et Zajac, 1995 ; O'Reilly III, Main et Crystal, 1988). Le niveau d'influence lié à la détention du capital social peut être variable en fonction du profil des membres du conseil d'administration qui sont sujets à cette influence. Le fait que les administrateurs soient liés au dirigeant dans le réseau social peut renforcer sa capacité d'influence ou au contraire la diminuer. Cette question pourra être explorée dans de futurs travaux.

Le rôle des comités des rémunérations devrait également être approfondi. Bien que les décisions concernant les rémunérations des principaux dirigeants de l'entreprise soient prises par l'ensemble du conseil, ce comité est chargé de préparer les discussions et de faire des propositions sur ce sujet. Toutes les entreprises de notre échantillon incorporent un comité des rémunérations, mais sa composition est très variable selon le profil des administrateurs qui en font partie. Par exemple, le dirigeant peut siéger ou non dans ce comité ; le comité

peut inclure une majorité d'administrateurs non exécutifs ou au contraire inclure une majorité d'administrateurs membres du management. Bien que considéré comme une bonne pratique par les rapports sur le gouvernement des entreprises, peu de travaux académiques ont étudié leurs impacts sur le montant de la paie des dirigeants français ou sur la structure de cette paie. Il serait intéressant de tenir compte de la composition de ce comité pour en examiner les effets sur la rémunération.

Cette recherche comporte des limites liées aux choix du design de recherche. Nous avons choisi de comparer les rémunérations des dirigeants en fonction de leurs caractéristiques et de leur capacité d'influence. Pour de futurs travaux, une comparaison des évolutions des rémunérations, et non plus des montants à proprement dit pourra apporter un éclairage complémentaire sur les jeux d'influences dans les conseils du CAC 40.

Le design de cette recherche a pour but de tester les effets directs de l'influence des dirigeants sur les différentes composantes de sa rémunération. Les effets de substitutions ou de complémentarité de ces leviers d'influences restent à étudier. L'interaction de ces deux leviers d'influences produit elle un effet renforçant sur la rémunération ? Cet effet est il identique pour chacune des composantes de la rémunération ? La prise en compte des effets d'interactions permettrait de comprendre plus finement les comportements des quatre catégories de dirigeants : (1) ceux qui n'ont aucune possibilité d'influence, (2) ceux qui ont les deux possibilités pour influencer leur conseil, (3) les dirigeants qui possèdent un capital social conséquent sans bénéficier d'un conseil faible, (4) et les dirigeants qui bénéficient d'un conseil faible sans détenir de capital social.

Enfin, afin de mieux comprendre le processus de mobilisation des ressources du dirigeant destinées à influencer son conseil, il serait intéressant d'utiliser d'autres voies méthodologiques, tels que des entretiens qualitatifs de dirigeant et de ses administrateurs. Cela permettrait de situer ces processus d'influence dans un contexte social et économique (Pettigrew et McNulty, 2001), de saisir les justifications et arguments mobilisés par les dirigeants, ainsi que repérer les résistances de certains acteurs. Cette piste est toutefois difficile à mettre en œuvre tant le sujet des rémunérations est sensible dans la communauté dirigeante et dans le débat public. La collecte de données primaires qualitatives est de ce fait très compliquée à mettre en œuvre ; si le montant des rémunérations est de plus en plus

transparent du fait de la loi<sup>2</sup>, le processus pour établir ces rémunérations est très rarement divulgué.

---

<sup>2</sup> Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (Loi NRE), complété par la loi de Sécurité financière n° 2003-706 du 1 er août 2003 qui limite l'obligation de transparence aux sociétés cotées.

## V BIBLIOGRAPHIE :

Alchian A. A., Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, vol. 62, pp. 777-795.

Allen M. P. (1974). The Structure of Interorganizational Elite Cooptation : Interlocking Corporate Directorates. *American Sociological Review*, vol.39, pp. 393-406.

Allen, M. P. (1978). Continuity and Change within the Core Corporate Elite, *Sociological Quarterly*, vol.19, pp. 510-521.

Baker G. P., Jensen M. C., Murphy K. J. (1988). Compensation and Incentives : Practice vs Theory. *The Journal of Finance*, vol. 43, no 3, pp. 593-613.

Bebchuk L. A., Fried J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 3, pp. 71-92.

Belliveau M. A., O'Reilly C. A., Wade J. B. (1996). Social Capital at the Top : Effects of Social Similarity and Status on CEO Compensation, *Academy of Management Journal*, vol. 39, no 6, pp. 1568-1593.

Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, vol.81, no3, pp. 637-654.

Boschen, J. F., A. I. Duru, L. A., Smith K. J. (2003), Accounting and Stock Price Performance in Dynamic CEO Compensation Arrangements, *The Accounting Review*, pp. 143-168.

Bourdieu, P., Boltanski, L. (1978). Changes in Social Structure and Changes in the Demand for Education. In Giner S., Archer M. S. (Eds), *Contemporary Europe : Social Structure and Cultural Patterns*, pp. 197-228. London: Routledge & Kegan Paul.

Bouton D. (coord.) (2002). Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées. Rapport du groupe de travail. AFEP-AGREF / MEDEF.

Boyd B. K. (1994). Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal*, no. 5, pp. 335-344.

Boyd, B.K. (1990) Corporate linkages and organizational environment: a test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, vol. 11, n. 6, pp. 419-430.

Burris V. (2005). Interlocking Directorates and Political Cohesion among Corporate Elites. *American Journal of Sociology*, vol. 111, no 1, pp. 249-283.

Burt, R. S. (1983). *Corporate Profits and Cooptation: Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy*. New York: Academic Press.

Burt, R.S. (1992). *Structural Holes: The social structure of competition*. Cambridge: Harvard University Press.

Burt, R.S. (1995). Social Capital, Structural Holes and the Entrepreneur. *Revue française de Sociologie*, vol. 36, n 4, pp. 599-628.

Burt R.S., Hogarth R.M., Michaud C. (2000). The Social Capital of French and American Managers. *Organization Science*, vol. 11, n 2, pp. 123-47.

Borgatti, S.P., Everett, M.G. and Freeman, L.C. (2002). *Ucinet 6 for Windows*. Harvard: Analytic Technologies.

Castanias, R. P., & Helfat, C. E. (1992). Managerial and windfall rents in the market for corporate control. *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, pp. 153–184.

Chabi S., Maati J. (2005). Le petit monde du Cac 40. *La revue financier*, no 153, pp. 45-62.

Charreaux G. (2003). Le point sur... les réseaux d'administrateurs et de dirigeants. *Banque & Marchés*, n° 66, septembre-octobre.

Charreaux G., Desbriere P. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, vol 1-n°2, pp 57-88.

Gérard Charreaux, (1996). Vers une théorie du gouvernement des entreprises, Working Papers FARGO 0960501, Université de Bourgogne - LEG/Fargo

Coleman, J. C. (1988). Social capital in the creation of human capital. *American Journal of Sociology*, vol. 94, pp. 95-120.

Combined Code (2000). Principles of Good Governance and Code of Best Practice.

Conyon M. J., Peck S. I. (1998) Board Control, Remuneration Committees and Top Management Compensation. *The Academy of Management Journal*, vol. 41, no 2, pp. 146 – 157.

D'Aveni, R., Kesner I. (1993). Top managerial prestige, power and tender offer response: A study of elite social networks and target firm cooperation during takeovers. *Organization Science*, vol. 4, n 3, pp. 123-151.

Daily C. M., Johnson J. L.; Ellstrand A. E., Dalton D. R. (1988). Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*, vol. 41, no. 2, Special Research Forum on Managerial Compensation and Firm Performance, pp. 209-220.

Davis G.F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, vol. 36, pp. 583-613.

Gerald F. Davis and Tracy A. Thompson, (1994). “A social movement perspective on corporate control.” *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, pp. 141-173.

Devers C. E., Cannella A. A., Reilly G. P., Yoder M. E. (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments, *Journal of Management*, vol. 33, n.6.

DiMaggio P.J., Powell, W.W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, vol. 48 (Avril), pp. 147-160.

Fama E. F., Jensen M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp 301-325.

Finkelstein S, Hambrick D. C. (1988). Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation. *Strategic Management Journal*, vol. 9, no. 6, pp. 543-558.

Finkelstein, S., D.C. Hambrick (1989). Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes, *Strategic Management Journal*.

Freeman L. C. (1979). Centrality in Social Network : Conceptual Clarification. *Social Networks*, vol.1, pp 215-239.

Freeman L. C. (1991). Networks of innovators: a synthesis of research issues. *Research Policy*, vol. 20, pp. 499-514.

Geletkanycz M.A., Boyd B.K., Finkelstein S. (2001). The strategic value of CEO external directorate networks: Implications for CEO compensation. *Strategic Management Journal*, vol. 22, pp. 889 - 898.

Gomez, P.Y. (2003). Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises. *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 6 n°4, pp. 183-208.

Gomez-Mejia L.R. (1994). Executive Compensation : A Review and Integration of the Litterature. In G. R. Ferris (Ed.), *Research in Personnel and Human Resource Management*, vol. 12, pp 161-222.

Gómez-Mejia, L.R., Wiseman, R. (1997). Reframing executive compensation: An assessment and outlook. *Journal of Management*, Summer, pp. 145-198.

Hambrick, D.C., Finkelstein, S., (1987). Managerial Discretion: A Bridge Between Polar Views of Organizational Outcomes. In: Cummings, L.L. and Staw, B.M., Editors, 1987. *Research in Organization Behavior*, vol. 9, JAI Press, Greenwich CT, pp. 369–406.

Haunschild P.R., Beckman C.M. (1998). When do interlocks matter ? : Alternate sources of information and interlock influence.” *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, pp. 815-844.

Harris, M. and A. Raviv (1978). Some results on incentive contacts with applications to education and employment, health insurance, and law enforcement. *American Economic Review* 68: 20-30.

Holmstrom B., (1979). "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, vol. 10, n. 1, pp. 74-91, Spring.

Ibarra, H., Andrews, S., (1993). Power, Social Influence, and Sensemaking: Effects of Network Centrality and Proximity on Employees Perceptions, *Administrative Science Quaterly*, vol.38, pp. 277-303.

Jensen, M. C., W. Meckling. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol.3, pp. 305-360.

Jensen, M. C., Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 225-64

Kahneman, D., Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, vol. 47, pp. 313-327.

Kadushin, C. (1995). Friendship among the French Financial Elite. *American Sociological Review*, vol. 60, no. 2, pp. 202-221.

Lambert R. A., Larcker D. F., Weigelt K. (1991). How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size?, *Strategic Management Journal*, vol. 12, no. 5, pp. 395-402.

Larner R.J. (1970). *Management control and the large corporation*. New York : Dunellen.

Lorsch, J. W. (1989). *Pawns or Potentates : The Reality of America's Corporate Boards*. Boston: Harvard Business School Press.

Maclean M., Harvey C., Press J. (2006). *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 357pp.

Mills C. W. (1956). *The Power of Elite*. New York: Oxford University Press.

Miller J.S., Wiseman R.M., Gomez-Mejia L.R. (2002). The Fit Between CEO Compensation Design and Firm Risk. *Academy of Management Journal*, vol. 45, n. 4, pp. 745-756.

Mizruchi M.S. (1982). *The American Corporate Network: 1904-1974*, Beverly Hills, Sage.

Mizruchi, M. S. (1983). Who controls Whom? An Examination of the Relation between Management and Boards of Directors in large American Corporations, *The Academy of Management Review*, vol.8, no 3, pp. 426-435.

Mizruchi M.S. (1996). What do interlocks do? An analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates. *Annual Review of Sociology*, vol. 22, pp. 271-199.

Mizruchi M.S, Bunting D. (1981). Influence in corporate networks: an examination of four measures. *Administrative Science Quarterly*, vol. 26, pp. 475-489.

Monks R.A.G., Minow N. (2004). (3rd edition). *Corporate Governance*. Blackwell Publishing.

Morck, Randall & Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W, (1989). Alternative Mechanisms for Corporate Control. *American Economic Review*, vol. 79, n. 4, pp 842-52.

Jensen M. C., Murphy K. J. (1990). Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98, no 2, pp. 225-264.

Mace M. (1971). *Directors : Myth and Reality*. Boston, Harvard University Graduate School of Business Administration.

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*, vol. 33, no. 2, pp. 257-274.

Ornstein M. D. (1980). Assessing the meaning of corporate interlocks: Canadian evidence. *Social Science Research*, vol. 9, pp. 287-306.

Pettigrew A., McNulty T. (1995). Power and Influence in and Around the Boardroom. *Human Relations*, vol. 48, no. 8, pp. 845-873.

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*, vol. 28, no 2, pp. 185-209.

Pfeffer J., Salancik G. (1978). *The External Control of Organizations : a Ressource Dependence Perspective*, New York, Harper and Row.

Pichard-Stamford J.P. (2000). Légitimité et Enracinement du Dirigeant par le Réseau des Administrateurs. *Finance Contrôle Stratégie*, vol.3, no 4, pp 143–178.

Rapport AMF (2004) sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des émetteurs faisant appel public à l'épargne.

Proxinvest (9ème rapport) (2007). La rémunération des dirigeants des sociétés cotées. Soficom Diffusion.

Selznick, Philip (1957). *Leadership in Administration*. New York, Harper & Row.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny (1989). "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments," *Journal of Financial Economics* , 25, 1, 123-140.

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*, vol. 36 pp. 643-60.

Tosi, H., S. Werner, J. Katz & L. Gomez-Mejia (2000) "How much does performance matter?: A meta-analysis of CEO pay studies." *Journal of Management*. 26(2): 301-339.

Tosi H. L., Gomez –Mejia, L. R. (1989). The decoupling of CEO Pay and Performance : An Agency Theory Perspective, *Administrative Science Quarterly*, vol.34, no. 4, pp. 169-189.

Tosi, H. L., Gomez-Mejia, L. R. (1994). CEO monitoring: A behavioral approach. *Academy of Management Journal*, vol. 37, n 4, pp. 1002-1016.

Useem M. (1979). The Social Organization of the American Business Elite and Participation of Corporation Directors in the Governance of American Institutes. *American Sociological Review*, vol. 44, pp 553-572.

- Useem, Michael (1984). *The Inner Circle*. Oxford: Oxford University Press.
- Useem, M., Karabel, J. (1986). Pathways to Top Corporate Management, *American Sociological Review*, vol. 51, pp. 184-200.
- Vienot M. (coord.) (1995). Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées. AFEP / CNPF.
- Vienot M. (coord.) (1999) Rapport du Comité sur le Gouvernement d'Entreprise. AFEP / MEDEF.
- Wade J., O'Reilly C.A., Chandratat I. (1990). Golden parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence. *Administrative Science Quarterly*, vol. 35, p587-603.
- Wasserman S., Faust K. (1994). *Social Networks Analysis : Methods and Applications*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, Janvier/Mars, pp. 431-460.
- Westphal J.D., Khanna P. (2003). Keeping Directors in Line: Social Distancing as a Control Mechanism in the Corporate Elite. *Administrative Science Quarterly*, vol. 48, pp. 361-398.
- Westphal, J.D.; Zajac, E. (1995). Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection, *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, no 1, pp. 60-83.
- Zald M.N. (1969). The Power and Functions of boards of directors : A Theoretical Synthesis. *American Journal of Sociology*, vol. 75, pp. 97-111.
- Zajac E.J., Westphal. J.D. (1995). Accounting for the Explanations of CEO Compensation: Substance and Symbolism. *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 283-308.
- Zajac E.J. (1988). Interlocking directorates as an interorganizational strategy. *Academy of Management Journal*, vol. 31, p428-438.
- Zajac, E.J. (1990). CEO selection, succession, compensation, and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis. *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 217-230.
- Zeitling I (1974). Corporate Ownership and Control. *American Journal of Sociology*, vol. 79, n 5.

## VI ANNEXES :

### Annexe 1 : Index des sociétés incluses dans l'échantillon\*

ACCOR
ALCATEL
ALSTOM
AXA
BNP
BOUYGUES
CAP GEMINI
CARREFOUR
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN
MICHELIN ET CIE
CREDIT AGRICOLE
DEXIA
EADS
ESSILOR INTERNATIONAL
FRANCE TELECOM
GROUPE DANONE
LAFARGE
LAGARDERE SCA
L'AIR LIQUIDE

L'OREAL
LVMH
PERNOD RICARD
PEUGEOT SA
PPR
RENAULT
SANOFI AVENTIS
SCHNEIDER ELECTRIC SA
SOCIETE GENERALE
ST MICROELECTRONICS
SUEZ
TELEVISION FRANCAISE 1
THALES
TOTAL SA
UNIBAIL HOLDING
VALLOUREC
VEOLIA ENVIRONNEMENT
VINCI
VIVENDI UNIVERSAL

\* Sociétés du CAC40, Arcelor a été exclu de l'échantillon car il s'agit d'une société de droit Luxembourgeois qui ne nous a pas permis de recueillir toutes les informations nécessaires aux tests de nos hypothèses.

**Annexe 2 : Schéma synthétique du modèle testé**

