



HAL
open science

Les critères de détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants du CAC 40

Gregory Heem

► **To cite this version:**

Gregory Heem. Les critères de détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants du CAC 40. Crises et nouvelles problématiques de la Valeur, May 2010, Nice, France. pp.CD-ROM. hal-00476935

HAL Id: hal-00476935

<https://hal.science/hal-00476935>

Submitted on 27 Apr 2010

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

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

LES CRITERES DE DETERMINATION DE LA PART VARIABLE DE LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS DU CAC 40

Grégory HEEM, Maitre de conférences, Université de Nice-Sophia Antipolis
Laboratoire GREDEG UMR CNRS 6227
250 Rue Albert Einstein – 06560 Valbonne
<http://www.heem.biz>
heem@unice.fr

Résumé :

L'objet de cet article est d'analyser les critères de détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants des sociétés du CAC 40. La question de l'incitation des managers a le plus souvent été analysée en termes de relation d'agence. Dans la théorie de l'agence, les dirigeants sont des agents qui ont vocation à gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires. L'objectif est alors d'accroître la performance financière sans se soucier des intérêts des autres parties prenantes. Les résultats de nos recherches montrent que les dirigeants sont évalués sur des critères de performance financière (résultat net, distribution de dividende, cours de bourse) comme le propose la théorie de l'agence. Les critères sociaux et environnementaux sont quant à eux inexistantes.

Mots clés : Bonus, théorie de l'agence, performance, rémunération, dirigeants

Abstract :

The objective of this article is to analyze the bonuses performance conditions of the chief executive officer in the largest French companies (by using the CAC 40 companies' 2007 annual report). Among financial economists, the dominant approach to the study of executive compensation is the agency theory. Under this approach boards are assumed to design compensation schemes to provide managers with efficient incentives to maximize shareholder value. Therefore our results show that CEO's are assessed on financial performance based fee (dividend yield, stock price) as suggested by the agency theory, social or environmental considerations are inexistent.

Key words : Bonus, Agency theory, compensation, performance, CEO

La question de la rémunération des dirigeants est plus que jamais d'actualité. Nombreux sont ceux qui estiment qu'il ne faut pas distribuer de bonus en période de crise ou qu'il faut les taxer fortement pour éviter leur distribution. D'autres considèrent que la rémunération variable permet de s'assurer que les dirigeants accomplissent leur travail dans l'intérêt de l'entreprise et des actionnaires.

De nombreux débats théoriques ont eu lieu sur l'existence d'un lien entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise. En particulier aux Etats-Unis, des auteurs tels que Jensen et Murphy (1990) ont défendu l'idée que la rémunération est relativement indépendante de la performance des entreprises, notamment lorsque les performances sont mauvaises. Mais peu de publications ont analysé en détail les critères permettant de déterminer la part variable de la rémunération.

Notre question de recherche est alors la suivante : sur quels critères sont évalués les dirigeants des grandes entreprises françaises pour calculer la part variable de leur rémunération?

1. Les justifications théoriques de la part variable de la rémunération des dirigeants

Plusieurs recherches ont démontré que l'arrivée de nouveaux dirigeants a pour conséquence une diminution des profits l'année de la prise de fonction et une augmentation des profits l'année suivante (Strong et Meyer 1987 ; Pourciau 1993 ; Francis et al. 1996 ; Elliott et Shaw 1998). Cette évolution des profits a selon Fields et al. (2001) pour but d'améliorer la réputation des dirigeants.

Selon Dechow et Sloan (1991), les dirigeants dépensent moins en recherche et développement durant leurs dernières années de présence dans l'entreprise. Ces auteurs concluent que les bonus des contrats de travail, s'ils sont basés sur des mesures comptables, conduisent les dirigeants à mener des actions dans le but d'augmenter leur bonus. Les managers, dans ce cas, n'œuvrent pas dans l'intérêt des actionnaires mais pour leur propre compte.

Depuis les travaux pionniers de Jensen et Meckling (1976), la question de l'incitation des managers a été souvent analysée en terme de relation d'agence. Comme le précisent (Fattorusso et al. 2007), les alternatives théoriques telles que l'approche Stakeholder (Donaldson et Preston 1995) ont peu étudié la question de la rémunération des dirigeants.

Si l'on se réfère au courant dominant, à savoir la théorie de l'agence, les dirigeants sont des agents qui ont vocation à gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires (Jensen et Meckling 1976). Mais les dirigeants et les actionnaires ont des fonctions d'utilité différentes et agissent de façon à maximiser leur utilité respective. Dans cette approche, les dirigeants ont tendance à s'approprier une partie des ressources de la firme pour leur propre bénéfice (Shleifer et Vishny 1997). Par exemple, les dirigeants peuvent créer des multinationales pour renforcer leur pouvoir, ils sont également tentés d'investir dans des projets peu profitables (Jensen 1986).

La relation d'agence fait naître des coûts d'agence et en particulier des coûts d'incitation. Ces coûts sont supportés par le « principal » afin d'orienter le comportement de « l'agent ». Cette approche suggère ainsi de faire dépendre la rémunération des dirigeants sur la performance actuelle (part variable de la rémunération) et future (stock-options) de l'entreprise afin de limiter les comportements contraires aux intérêts des actionnaires (Alchian et Demetz 1972 ; Jensen et Meckling 1976). L'attente des actionnaires s'exprime alors en terme d'enrichissement c'est-à-dire par le biais de la distribution de dividendes ou grâce à l'augmentation du cours de bourse. L'alignement passe par une meilleure performance de l'entreprise, en prenant en considération comme indicateurs de mesure les flux de dividendes et le cours de l'action (d'Arcimoles et Le Maux 2005).

Selon Jensen (1986), la politique d'endettement est également un mécanisme de contrôle exercé par les actionnaires. En effet, un dirigeant qui aurait un recours important à l'endettement serait alors sanctionné dans sa rémunération.

Le problème du contrat de travail se pose pour les président directeurs généraux mais aussi pour les directeurs délégués. En effet, comme le précisent Bebchuk et Fried (2003) le problème est identique au niveau de la direction générale. Ces auteurs précisent également que ce ne sont pas les marchés (marché du travail ou marché financier par le biais des prises de contrôle) qui vont permettre un alignement réel des intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants. Un exemple concret concerne les parachutes dorés. Les dirigeants ont souvent droit à de fortes indemnités en cas d'éviction suite à une prise de contrôle de leur entreprise.

Jensen et Murphy (1990) ont étudié la corrélation entre la rémunération du dirigeant et la performance de l'entreprise. Leur conclusion est qu'il n'existe pas de lien fort entre la rémunération des dirigeants et la performance des sociétés. Parmi les explications on relève le fait que les dirigeants reçoivent de fortes indemnités en cas de licenciement, ou qu'il existe des forces politiques et organisationnelles qui imposent leurs contraintes. Par exemple maintenir l'emploi, être en bon terme avec les syndicats peut être considéré comme un élément de performance mais aller à l'encontre des intérêts des actionnaires.

Cette absence de corrélation est réfutée par Hall et Liebman (1998) qui précisent que pendant la période comprise entre 1980 et 1994 la rémunération (salaire, bonus, gain sur les stock-options) des dirigeants américains a progressé de 136%. Ces auteurs critiquent la méthodologie de Jensen et Murphy (1990) et précisent qu'en tenant compte des Stock-options il existe bien une corrélation entre la rémunération et la performance.

En réalité comme le précisent d'Arcimoles et Le Maux (2005), il existe une différence de temporalité entre les deux études ce qui explique en partie la différence de résultats. Par ailleurs, la corrélation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises analysée par Hall et Liebman (1998) peut s'expliquer par l'augmentation des Stock-options dans la rémunération des dirigeants au cours des années 80 et le début des années 90.

Bien que sa mise en place soit difficile, la théorie de l'agence propose donc de lier la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise. La performance prise en considération est mesurée par les flux de dividendes et le cours de l'action (Alcouffe 2004).

Mais cette volonté de privilégier les actionnaires est remise en cause par la théorie des parties prenantes.

Cette perspective théorique suggère que les dirigeants des entreprises ont des obligations éthiques envers les parties prenantes. Pour Mercier (2001), l'objectif principal de la théorie des parties prenantes est ainsi d'élargir la représentation que les sciences de gestion se font du rôle et des responsabilités des dirigeants, au delà de la fonction de maximisation du profit. Il convient alors d'inclure dans la gouvernance de l'entreprise les intérêts et les droits des non-actionnaires.

Le rôle de l'entreprise, de ses dirigeants et la nature de leurs obligations envers le reste de la société fait l'objet du débat ancien (Gond et Mercier 2005). Des auteurs tels que Berle et Means (1932) constataient déjà le développement d'une pression sociale qui s'exerçait sur les dirigeants afin qu'ils reconnaissent leur responsabilité auprès de tous ceux dont le bien-être peut être affecté par les décisions de l'entreprise.

Le procès qui opposa les frères Dodge à Ford en 1919 témoigne de ce débat. En effet, Henri Ford souhaitait limiter la distribution de profits afin d'embaucher de nouveaux ouvriers et de baisser le prix de vente de ses voitures. Ford perdit le procès et il dut verser les dividendes réclamés. En effet, selon la Cour suprême du Michigan les seuls ayant droits de l'entreprise sont les actionnaires.

En suivant cette idée, Berle (1932) affirme que le conseil d'administration est au service des apporteurs de fonds propres dans un modèle actionnarial de la gouvernance.

Cette conception de la gouvernance n'était néanmoins pas partagée par tous. Des auteurs tels que Dodd (1932), plaidaient, au contraire, pour la promulgation de lois qui reconnaissent les droits des partenaires. Mais il faut attendre les années 50 aux Etats-Unis pour voir reconnaître par la justice le droit des parties prenantes. En effet, en 1953, un procès oppose l'entreprise Smith Manufacturing à des actionnaires qui contestent un don de 1500 dollars à l'Université de Princeton. La cour suprême du New Jersey soutient l'idée que ce don pouvait être considéré comme un investissement tout à fait légitime pour une entreprise. Pour la cour, la bonne santé des entreprises dépend, entre autre, de la vitalité des institutions éducatives et de leur capacité à fournir des employés de qualité.

C'est selon Freeman (1984) au début des années 60 que le terme Stakeholder (partie prenante) apparaît dans les travaux du Stanford Research Institute. Cet auteur définit les parties prenantes comme les groupes ou les individus qui peuvent affecter ou être affectés par la réalisation des objectifs de l'entreprise. Cette notion recouvre notamment les investisseurs, les fournisseurs, les clients, les employés, les associations professionnelles, les gouvernements. En réalité seuls sont exclus ceux qui ne peuvent pas affecter l'entreprise et qui ne sont pas affectés par ses actes.

Pour Donaldson et Preston (1995), les parties prenantes sont des personnes ou des groupes qui ont un intérêt légitime dans l'activité de l'entreprise et cet intérêt a une valeur intrinsèque.

D'autres définitions plus restrictives ont été proposées. Par exemple, Hill et Jones (1992) dans une perspective d'intégration de la théorie des parties prenantes aux nouvelles théories de la

firme considère qu'il faut restreindre le terme aux participants possédants un droit légitime sur l'entreprise. Cette légitimité est établie au travers d'une relation d'échange.

Comme le font remarquer Donaldson et Preston (1995), la théorie des parties prenantes est une théorie managériale car elle amène à prêter attention aux intérêts légitimes des stakeholders. Ces derniers ayant un pouvoir d'influence sur la performance de l'entreprise.

Basée sur des normes d'équité (Phillips et Reichart 2000) cette théorie suggère que les managers ont un devoir de satisfaire les besoins des parties prenantes par le biais d'un management des parties prenantes (McWilliams et Siegel 2001). Pour Coombs et Gilley (2005) ce type de management a pour objectif de satisfaire les besoins des personnes qui ne détiennent pas d'actions comme les employés ou les fournisseurs et toute la communauté qui n'est pas intéressée directement par la performance financière de l'entreprise.

Face à la diversité des intérêts Johnson et Greening (1999) ont proposé de regrouper les intérêts des parties prenantes (autre que les actionnaires) en deux grandes catégories. Tout d'abord les communautés, les minorités et les relations avec les employés. Ensuite la qualité des produits et la dimension environnementale. La première catégorie est qualifiée de dimension humaine, elle concerne en particulier, les contributions de l'entreprise envers les communautés, quels postes occupent les femmes et les minorités, comment les employés sont traités. La deuxième catégorie qualifiée de dimension relative à la qualité concerne le produit, la qualité du service et à la position de l'entreprise envers l'environnement (par exemple le respect de critères de qualité environnementale).

Dans cette perspective le bien être des parties prenantes dépend largement des décisions des managers de l'entreprise. Mais comme le démontrent McGuire et al. (2003) et Coombs et Gilley (2005), les managers compromettent leurs ressources personnelle en développant des actions en faveur des parties prenantes. Pour Fong (2009) le fait de réduire le management des parties prenantes permettrait alors aux dirigeants d'augmenter leur rémunération.

En réalité comme le précisent McGuire et al. (2003), malgré les propositions de la théorie des parties prenantes, les bonus sont principalement évalués à l'aune de la performance stratégique et financière comme le propose la théorie de l'agence. Par ailleurs, comme le précisent Harrison et Freeman (1999) très peu de recherches ont été effectuées pour savoir quelle catégorie de partie prenante compte pour les managers.

Il est alors intéressant, dans le cas de la France, à l'aide d'une étude des sociétés du CAC 40, de vérifier si les actionnaires sont les seuls privilégiés ou si les managers sont incités à tenir compte du bien être des autres parties prenantes.

2. La méthodologie de la recherche

En France, le Parlement a adopté cinq lois entre 2001 et 2007, puis plusieurs dispositions spécifiques en lois de financement de la sécurité sociale et en lois de finances, entre 2007 et 2009. La loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 (dite loi Breton) a renforcé les obligations liées à la rémunération des dirigeants.

Les recherches sur la rémunération des dirigeants se sont souvent heurtées à l'accès à l'information. Or, désormais la loi impose une distinction entre les éléments fixes et les éléments variables composant les rémunérations et les avantages versés aux mandataires sociaux. Il est également demandé de préciser les critères en application desquels ces éléments ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis.

Par ailleurs dans sa recommandation de janvier 2007, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) demande aux entreprises de mentionner de façon plus claire les parts fixes et variables et d'être plus explicite sur les critères déterminant la part variable de la rémunération. Cette recommandation est dans la lignée des recommandations de l'AMF du 23 janvier 2004 et celle de la COB du 16 janvier 2003. Ces dernières renvoient aux travaux de l'AFEP et du MEDEF et notamment le rapports Vienot (1999) et Bouton (2002) sur le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

Dès la fin des années 90, le rapport Vienot à l'occasion d'une réflexion plus large sur la gouvernance des entreprises, a proposé un ensemble de mesures comme la création au sein de chaque conseil d'administration d'un comité de sélection des administrateurs, d'un comité des rémunérations et d'un comité des comptes.

En 2002, le rapport Bouton préconise qu'avec le concours de son comité des rémunérations, dont la composition serait rappelée, le Conseil d'administration de toute société cotée consacre un chapitre spécifique de son rapport annuel à l'information des actionnaires sur les rémunérations perçues par ses dirigeants.

Il est également précisé que l'exposé détaillé porte sur les principes de répartition des fractions fixes et variables des rémunérations, sur les critères d'assiette des parties variables et sur les règles d'attribution des bonus ou des primes.

Nous avons choisi comme échantillon les entreprises de l'indice boursier français CAC 40 au 31/12/2008. Les entreprises du CAC 40 forment un échantillon représentatif de la rémunération au sein des grandes entreprises françaises. Cela nous permet également d'éliminer les effets de taille dans la rémunération.

Pour réaliser notre analyse, nous nous sommes appuyés uniquement sur les rapports annuels 2007 (ou les documents de référence) publiés sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) car légalement l'information sur la rémunération des dirigeants doit y figurer.

Le code de commerce français précise dans son article L225-102 (modifié par la loi du 26 juillet 2005) que le rapport présenté par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, à l'assemblée générale décrit en les distinguant, les éléments fixes, variables et

exceptionnels composant ces rémunérations et ces avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis.

Nous nous sommes posé la question de savoir s'il fallait isoler la rémunération du président de celle des autres dirigeants. Certains auteurs comme d'Arcimoles et Le Maux (2005) estiment que contrairement à l'hypothèse implicite posée par la majorité des travaux empiriques réalisés jusqu'à maintenant qui supposent une relative homogénéité dans les équipes de direction, il est important d'étudier la rémunération du président de façon particulière.

Pour répondre à cette interrogation, nous avons tout d'abord effectué une étude exploratoire des documents de référence pour savoir si les sociétés ont des critères différents pour calculer la part variable de la rémunération des deux principaux dirigeants (par exemple entre le président et le directeur général).

L'analyse des données présentes dans les rapports annuels nous indique que les objectifs principaux sont les mêmes pour vingt-huit sociétés. Pour les autres, nous ne disposons pas de suffisamment d'informations. Par exemple, certaines sociétés précisent la rémunération du président et pas celle du directeur général ou elles indiquent que les directeurs généraux ont des critères spécifiques sans préciser lesquels.

A la lumière des informations fournies dans les rapports annuels, ce sont donc 70% des sociétés qui fixent des critères quantitatifs identiques pour ses principaux dirigeants. Au vu de ces résultats, il ne nous a donc pas paru utile de distinguer les indicateurs selon les mandataires sociaux. Nous avons alors décidé de regrouper les critères d'évaluation des deux principaux dirigeants (par exemple le président et le directeur général) afin d'avoir une vision plus large des critères utilisés.

3. Les résultats

Afin de savoir si la part variable de la rémunération des dirigeants est vraiment incitative, nous avons décidé d'étudier tout d'abord la part de la rémunération variable (bonus uniquement) en comparaison de la part fixe. En effet, plus celle-ci est importante et plus le dirigeant est incité à respecter les critères de performance.

Tableau n°1 : proportion de la part variable de la rémunération des dirigeants en pourcentage de la part fixe

Proportion de la part variable part rapport à la part fixe	150 % et plus	Entre 100% et 149%	Entre 75% et 99%	Entre 50% et 75%	Entre 10% et 49%	Non précisé dans le rapport annuel
Nombre de sociétés	17	13	6	1	2	1

Nous pouvons noter que 90% des dirigeants du CAC 40 perçoivent une rémunération variable supérieure à 75% de leur salaire fixe. Cette rémunération est extrêmement incitative.

La rémunération variable la plus faible des sociétés étudiées est de 30% et la plus importante est de 500% du salaire fixe.

Lors de la fixation des bonus, les comités de rémunération distinguent généralement les critères quantitatifs et les critères qualitatifs. Seulement huit sociétés, soit 20% font appel uniquement à des critères quantitatifs. Par ailleurs, seize sociétés n'ont pas indiqué le pourcentage de répartition.

Tableau n°2 : Répartition entre les critères quantitatifs et qualitatifs

Proportion des critères quantitatifs	< 50%	[50 et 60%]	> 60%
Nombre de sociétés	2	8	6

A la lecture de ces résultats, les critères quantitatifs représentent la majorité de la formule du calcul des bonus. Lorsque l'on analyse en détail les valeurs extrêmes, les critères quantitatifs représentent au minimum 40% des critères et au maximum 75%, à l'exception de huit sociétés où ils représentent la totalité des critères utilisés.

Pour analyser les indicateurs quantitatifs utilisés, nous avons choisi de les regrouper en catégories pour faciliter la lisibilité. Nous retrouvons alors le résultat net (RN) auquel nous avons ajouté le résultat avant impôt, le résultat d'exploitation et ses déclinaisons (REX), les indicateurs de cash flow (CF), le chiffre d'affaire (CA), le résultat par action (RA), les indicateurs de marge avec la marge brute et la marge opérationnelle (MO), les indicateurs de retour sur fonds propres (ROE), l'évolution du cours de bourse (CB), la satisfaction des clients (SC), le désendettement (D).

Tableau n°3 : classement des indicateurs quantitatifs utilisés pour évaluer la performance des dirigeants et fixer la part variable de la rémunération (bonus)

Indicateur utilisé	RN	REX	CF	CA	RA	MO	ROE	CB	SC	D
Nombre de sociétés	19	15	13	10	9	5	4	4	2	1

Il est intéressant de noter que les dirigeants sont principalement évalués sur la performance financière de l'entreprise qui se traduit par le résultat net, le résultat par action, le retour sur fonds propres. Seulement deux entreprises déclarent évaluer leurs dirigeants sur un indicateur quantitatif de satisfaction des clients.

Comme nous avons pu le voir précédemment trente-deux sociétés utilisent des indicateurs qualitatifs en plus des indicateurs quantitatifs. Mais seulement quatorze sociétés détaillent ces indicateurs qualitatifs, nous avons résumé ces derniers dans le tableau suivant.

Tableau n°4 : classement des indicateurs qualitatifs utilisés pour évaluer la performance des dirigeants et fixer la part variable de la rémunération (bonus)

Indicateur qualitatif utilisé	Objectifs stratégiques (anticipation)	Positionnement du groupe et parts de marché	Performance managériale (animation)	Bonne gouvernance
Nombre de sociétés	11	4	2	2

Lors de l'analyse des critères qualitatifs, nous avons pu observer que les entreprises récompensent principalement les dirigeants qui ont fait des choix stratégiques pertinents, qui ont développé les produits et conquis des marchés. Mais les entreprises récompensent également les dirigeants capables de fédérer des équipes et qui ont une bonne qualité de communication.

Aucune entreprise n'indique rémunérer ses dirigeants sur des critères sociétaux ou environnementaux.

4. Discussion et conclusion

Les travaux de recherche sur la rémunération des dirigeants et la question des bonus sont essentiellement fondés sur le cadre conceptuel de la théorie de l'agence (Tosi et al. 2000). La théorie de l'agence suggère que les bonus doivent être liés à la performance financière ce qui conduit à une maximisation du bien être des actionnaires et des dirigeants (Stroh et al. 1996).

Des travaux alternatifs considèrent qu'une entreprise performante doit satisfaire les intérêts d'une variété de parties prenantes et non pas uniquement ceux des actionnaires (Coombs et Gilley 2005). Dans cette optique, les bonus des dirigeants doivent se fonder sur des indicateurs comme la satisfaction des clients, le bien être des salariés ou l'impact écologique de l'entreprise (Hillman et Keim 2001).

L'objet de notre étude était d'examiner les conditions de performances liées à l'attribution de la part variable de la rémunération des dirigeants.

Les résultats démontrent la prééminence des préconisations issues de la théorie de l'agence. En particulier, les objectifs fixés par le conseil d'administration aux managers servent uniquement les intérêts des actionnaires. Nous retrouvons ici l'idée que le conseil d'administration a pour mission de s'assurer que les décisions prises par les dirigeants profitent aux actionnaires (Fama 1980).

Les dirigeants des sociétés du CAC 40 sont principalement incités sur le résultat et le cours de bourse ce qui fait naître des craintes à l'image de Oyer (1998). En effet, fixer la rémunération des dirigeants sur le résultat comptable peut conduire à une manipulation de ce dernier. Dans le passé récent, aux Etats-Unis, plusieurs affaires de fraude comptable ont été révélées. Il s'agissait dans plusieurs cas, comme celui de Xerox en 2001, de comptabilisation de chiffre d'affaires par anticipation afin de gonfler le résultat.

Nos conclusions sur la rémunération des dirigeants du CAC 40 sont proches de celles de Healy (1985) et Holthausen et al. (1995). En effet, ces derniers, en approfondissant le travail de Healy (1985) sur une série de plus de 400 entreprises américaines, précisent que le profit est le principal critère de mesure de la performance dans le calcul des bonus (utilisé dans 36% des cas) suivi par le retour sur capital investi. Leur étude montre également que 80% des critères utilisés dans la détermination des bonus sont relatifs à la performance financière. Parmi les 20% de performance non financière, ils citent par exemple des critères tels que la qualité de la production.

Concernant les indicateurs, il serait utile que les sociétés détaillent mieux la partie qualitative de la rémunération variable. Seulement quatorze sociétés du CAC 40 sur les trente-deux qui ont recours à des indicateurs qualitatifs ont souhaité les communiquer.

Holthausen et al. (1995) pointent également le problème de la manipulation des profits car les critères de détermination des bonus sont fondés principalement sur la performance financière. En France le cas de l'entreprise Vivendi Universal est un bon exemple. Alors que cette entreprise a perdu plus de 80 % de sa valeur boursière entre 2001 et 2002, a affiché 13,6

milliards d'euros de perte en 2001 et 23,3 milliards en 2002, son PDG M. Messier a pu bénéficier d'une augmentation de salaire grâce au mode de calcul de sa rémunération. En effet, son salaire comprenait un salaire de base plus un bonus calculé en grande partie à partir de l'Ebitda, le résultat brut d'exploitation avant intérêts et amortissements (Orange 2003). Ce critère était très favorable au PDG car compte tenu des acquisitions réalisées par le groupe en 2001, l'Ebitda a augmenté mécaniquement au même rythme, bien que le groupe ait rencontré d'importantes difficultés financières et de trésorerie.

Comme nous avons pu l'observer, la rémunération variable a essentiellement pour but de faire coïncider l'intérêt des dirigeants avec celui des actionnaires. Ceci se traduit par une évaluation de la performance qui est essentiellement axée sur la création de valeur financière de l'entreprise à court terme. En effet, la part variable de la rémunération est généralement payée l'année qui suit l'exercice dont elle dépend en fonction de l'atteinte des objectifs. Ce mode de rémunération n'incite pas les dirigeants à prendre les meilleures décisions pour le développement et la pérennité de leur entreprise. La part fixe du salaire reflétant déjà la compétence et l'expérience du dirigeant, il serait utile, dans l'intérêt des actionnaires à long terme et des parties prenantes, de bloquer pendant quelques années la rémunération variable et verser ce bonus en différé.

La lecture des rapports annuels nous renseigne également sur le fait qu'il n'existe pas de lien entre les objectifs assignés aux managers pour fixer leur rémunération et la communication de ces entreprises sur des thèmes comme l'environnement ou le sociétal. Nous rejoignons ainsi les conclusions de Johnson et Greening (1999) et de Coombs et Gilley (2005) qui proposent que les managers soient récompensés lorsqu'ils atteignent simultanément des objectifs financiers et sociétaux. Pour Cooper et Owen (2007), il est temps de mettre en avant le fait que certains groupes, en particulier les salariés, effectuent des investissements spécifiques et prennent des risques au même titre que les actionnaires.

A ce sujet une prise de conscience émerge actuellement dans certains groupes comme France Télécom. Le nouveau directeur général, Stéphane Richard, a présenté jeudi 25 mars 2010, huit grandes propositions managériales destinées à répondre à la crise sociale que traverse le groupe. Le directeur général a indiqué son intention d'intégrer des critères de performance sociale pour déterminer la part variable de la rémunération de ses dirigeants.

Cette notion sera appréciée à l'aide d'une série d'indicateurs, tels que le taux d'absentéisme ou un indice de satisfaction des salariés élaboré par un cabinet extérieur.

Bibliographie

- Alchian, A., Demetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review* 62: 777-795.
- Alcouffe, C. (2004). La rémunération des dirigeants en France : fondements et pratiques. *Les notes du LIRHE* 399.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives* 17 (3): 71-92.
- Berle, A. A., Means, G. (1932). *The modern corporation and the private property*. Mc Millan.
- Berle Jr, A. A. (1932). For whom corporate managers are trustees : a note. *Harvard Law Review* 45 (8): 1365-1372.
- Bouton, D. (2002). *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*. AFEP-MEDEF.
- Coombs, J. E., Gilley, K. M. (2005). Stakeholder management as a predictor of CEO compensation : main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal* 26: 827-840.
- Cooper, S. M., Owen, D. L. (2007). Corporate social reporting and stakeholder accountability: The missing link. *Accounting, Organizations and Society* 32 (7-8): 649-667.
- d'Arcimoles, C. H., Le Maux, J. (2005). Gouvernance d'entreprise et rémunération des dirigeants en France : variation sur la transparence et la performance. In *Les cahiers du CERGOR*, Vol. 2 (Ed, Amadiou, J. F.). 27 p.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem : an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* (14): 51-59.
- Dodd Jr, E. M. (1932). For whom are corporate managers trustees ? *Harvard Law Review* 45 (7): 1145-1163.
- Donaldson, T., Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation : concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review* 20 (1): 65-91.
- Elliott, J. A., Shaw, W. H. (1998). Write-offs as accounting procedures to manage perceptions. *Journal of Accounting Research* (26): 91-119.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.
- Fattorusso, J., Skovoroda, R., Buck, T., Bruce, A. (2007). UK executive bonuses and transparency - A research note. *British Journal of Industrial Relations* 45 (3): 518-536.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* (31): 255-307.
- Fong, E. A. CEO pay fairness as a predictor of stakeholder management. *Journal of Business Research* In Press, Corrected Proof.
- Francis, J., Hanna, D., Vincent, L. (1996). Causes and effects of discretionary write-offs. *Journal of Accounting Research* (34): 117-134.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management : a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Gond, J.-P., Mercier, S. (2005). Les théories de parties prenantes : une synthèse critique de la littérature. *Les notes du LIRHE* 411.
- Hall, B. J., Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats ? *The Quarterly Journal of Economics* 113 (3): 653-691.
- Harrison, J. S., Freeman, R. E. (1999). Stakeholders, social responsibility, and performance : empirical evidence and theoretical perspectives. *Academy of Management Journal* 42 (5): 479-485.
- Hill, C. W. L., Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of management studies* 29 (2): 131-154.

- Hillman, A. J., Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues : what's the bottom line ? *Strategic Management Journal* 22 (2): 125-139.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19 (1): 29-74.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy* 98 (2): 225-264.
- Johnson, R. A., Greening, D. W. (1999). The effect of corporate governance and institutional ownership types of social corporate social performance. *Academy of Management Journal* 42 (5): 564-576.
- Joseph E. Coombs, K. Matthew Gilley. (2005). Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal* 26 (9): 827-840.
- McGuire, J., Dow, S., Argheyd, K. (2003). CEO Incentives and Corporate Social Performance. *Journal of Business Ethics* 45 (4): 341-359.
- McWilliams, A., Siegel, D. (2001) In *Academy of Management Review*, Vol. 26 Academy of Management, pp. 117-127.
- Mercier, S. (2001). *L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature*. Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique.
- Orange, M. (2003). M. Messier a touché un salaire de 5,6 millions d'euros en 2002. *Le Monde*, 4 Avril.
- Oyer, P. (1998). Fiscal year ends and nonlinear incentive contracts : the effect on business seasonality. *Quarterly Journal of Economics* 113 (1): 149-185.
- Phillips, R. A., Reichart, J. (2000). The Environment as a Stakeholder? A Fairness-Based Approach. *Journal of Business Ethics* 23 (2): 185-197.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and non-routing executive changes. *Journal of Accounting and Economics* (16): 317-336.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Stroh, L. K., Brett, J. M., Baumann, J. P., Reilly, A. H. (1996). Agency theory and variable pay compensation strategies. *Academy of Management Journal* 39 (3): 751-767.
- Strong, J. S., Meyer, J. R. (1987). Asset write-downs : managerial incentives and security returns. *Journal of Finance* 42 (3): 643-661.
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., Gomez-Mejia, L. R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management* 26 (2): 301-339.
- Vienot, M. (1999). *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise*. AFEP-MEDEF.