

Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises :

Le cas des entreprises françaises cotées

Géraldine Broye
Professeur des universités – Ecole de Management Strasbourg¹
Yves Moulin
Maître de Conférences – Ecole de Management Strasbourg²

JEL : G3 – J33

RESUME

Cette étude s'intéresse à l'incidence des mécanismes de gouvernance sur le niveau de rémunération des dirigeants. A partir d'un échantillon de 132 entreprises françaises cotées, nous examinons l'impact des caractéristiques du conseil d'administration, de l'existence d'un comité de rémunération, ainsi que de la structure de propriété sur la rémunération du dirigeant. Nos résultats mettent notamment en évidence que l'existence d'un comité de rémunération affecte la politique de rémunération, mais que son influence diffère selon le type de structure de propriété de l'entreprise. La proportion d'administrateurs indépendants au conseil n'affecte pas, quant à elle, la politique de rémunération des dirigeants.

MOTS-CLES

Rémunération des dirigeants – Gouvernance des entreprises – Comités de rémunération

¹ LARGE, Université de Strasbourg.

² CESAG, Université de Strasbourg.

CEO compensation and corporate governance:
Evidence from France

ABSTRACT

This study investigates the influence of corporate governance mechanisms on CEO compensation. Using a sample of 132 French listed companies, we examine whether ownership structure, and the characteristics of board and compensation committee, affect the level of CEO compensation. Our results suggest that the presence of compensation committees has a positive effect on top management pay, which varies according to the ownership structure. The proportion of independent directors on the board has no impact on CEO compensation.

KEYWORDS

CEO compensation – Corporate governance – Compensation committees

Correspondance à adresser à : Géraldine Broye, Ecole de Management Strasbourg - 61, Avenue de la Forêt Noire, 67000 Strasbourg

Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises :

Le cas des entreprises françaises cotées

« *Les patrons sont-ils trop payés ?* » titrait le récent livre de Bonazza (2008). Cette question a trouvé un écho particulier dans le contexte de la crise financière récente, à travers notamment la polémique engagée sur l'octroi de *bonus* aux dirigeants d'entreprises dont la performance s'était fortement dégradée. Ce type de polémique soulève avec une acuité particulière la question du rôle des mécanismes de gouvernance pour contrôler les niveaux de rémunération de dirigeants parfois jugés excessifs (Barkema et Gomez-Mejia 1998). En présence de mécanismes de gouvernance efficaces, la possibilité pour les dirigeants de bénéficier d'une rémunération supérieure à ce qui serait justifié, notamment par la performance de l'entreprise, devrait être limitée. *A contrario* l'absence de mécanismes disciplinaires efficaces devrait accroître la latitude des dirigeants à s'octroyer un fort niveau de salaire. Mais dans quelle mesure ces mécanismes jouent-ils effectivement un effet modérateur sur la politique de rémunération ?

Ce travail a pour finalité d'examiner, en France, l'impact de diverses variables de gouvernance sur la rémunération du PDG. A partir d'un échantillon de 132 entreprises françaises cotées sur les compartiments A et B d'Eurolist, nous nous interrogeons sur l'incidence de la structure de propriété, des caractéristiques du conseil d'administration et de l'existence d'un comité de rémunération, sur le niveau de rémunération du PDG (ou *Chief Executive Officers*³). En privilégiant le cadre théorique de l'agence, nous nous attendons à ce que la mise en place de mécanismes de gouvernance plus efficaces permette de limiter le niveau de rémunération octroyé aux dirigeants de l'entreprise.

Le contexte français apparaît particulièrement intéressant à analyser, et ce pour diverses raisons. Premièrement, les mécanismes de gouvernance ont considérablement évolué au cours des dernières

³ Selon les sociétés, on pourra parler du PDG, du Directeur Général exécutif ou du Président du Directoire. Afin d'employer une qualification homogène pour l'ensemble de ces cas, nous retiendrons dans la suite de l'article le terme anglo-saxon de CEO, *Chief Executive Officer*.

années en France, sous l'impulsion notamment des rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002). Ainsi les sociétés cotées se sont largement préoccupées de la nomination d'administrateurs indépendants, au sens défini par le rapport Bouton, au sein de leur conseil. Par ailleurs, elles ont multiplié la création de comités spécialisés et notamment de comités de rémunération. Il est intéressant d'analyser, dans ce contexte, l'incidence de ces nouvelles dispositions en matière de gouvernance sur les niveaux de rémunération des dirigeants. Deuxièmement, la politique de rémunération des dirigeants a fait l'objet de peu d'études empiriques en France. Cela peut s'expliquer par le fait que, jusqu'à une période récente, les informations relatives à ce sujet n'étaient pas disponibles. Les exigences en matière de transparence sur la rémunération se sont cependant progressivement développées au cours de ces dernières années, émanant dans un premier temps des codes de gouvernance (Wirtz 2008 ; Point et Tyson 2006). Ainsi, le second rapport Viénot (1999) invitait à la publicité des rémunérations et des options des dirigeants des sociétés cotées. Mais il faut attendre la loi NRE du 15 mai 2001 pour voir évoluer de façon significative la réglementation. Ce texte établit que le document de référence des sociétés doit rendre compte de la rémunération totale (y compris de l'octroi de *stock-options*) et des avantages en nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social. La loi Breton du 26 juillet 2005 vient renforcer la transparence en imposant d'insérer dans le rapport de gestion une description des éléments fixes, variables, et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages, ainsi que des critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. Troisièmement, le niveau de rémunération des dirigeants français apparaît être particulièrement élevé en Europe. D'après une enquête menée par l'*European Corporate Governance Institute* auprès des 300 plus grandes entreprises cotées de six pays européens, les PDG français bénéficient des salaires moyens les plus importants, et reçoivent la part variable la plus forte au regard des rémunérations de leurs homologues européens (d'Arcimoles et Le Maux 2007). Cette part variable s'est fortement accrue en France ces dernières années, tout en présentant de grandes disparités selon les entreprises (Alcouffe 2007). Nous cherchons dans ce travail à démontrer dans quelle mesure les facteurs de gouvernance permettent d'expliquer cette disparité dans les niveaux de rémunération.

Cet article est structuré de la façon suivante. La première section expose le cadre d'analyse et la formulation de nos hypothèses. La

deuxième section décrit notre méthodologie de recherche, l'échantillon ainsi que les variables utilisées. L'analyse de nos résultats est détaillée dans une troisième section, et nous présentons nos conclusions dans une dernière section.

1. Cadre d'analyse et formulation des hypothèses

Dans une économie fondée sur l'échange, les entreprises peuvent être appréhendées comme des nœuds de contrats. Elles constituent des fictions légales qui servent comme noyau pour un ensemble de relations contractuelles entre des individus. Chaque relation s'analyse comme un rapport d'agence, défini comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent (Jensen et Meckling 1976). Cette relation est caractérisée par deux problèmes : la divergence potentielle des intérêts des deux parties ; l'asymétrie d'information entre ces mêmes parties, le principal étant généralement moins bien informé, tant de l'état de la nature que des comportements des agents. Dans ce cadre, un enjeu majeur réside dans la construction d'un système d'incitation et de surveillance qui empêche l'agent d'avoir un comportement susceptible de léser les intérêts du principal et le conduise, au contraire, à se comporter comme s'il cherchait à maximiser la fonction d'utilité de ce principal (Charreaux 1999). Selon cette conception, il existe donc un risque de spoliation des intérêts des actionnaires (principal) par les dirigeants (agent). Ce risque peut notamment prendre la forme d'une rémunération abusive prélevée par le dirigeant au détriment des intérêts des actionnaires. Se pose alors la question de l'incidence des différents mécanismes de gouvernance – structure de propriété et caractéristiques des organes de contrôle – susceptibles de modérer les risques de spoliation.

1.1. L'impact de la structure de propriété de l'entreprise sur la rémunération des dirigeants

1.1.1. Part de capital détenue par le principal actionnaire (non exécutif) et rémunération du dirigeant

Selon le cadre de l'agence, les actionnaires de contrôle sont susceptibles de jouer un rôle particulièrement actif dans le processus de contrôle des dirigeants, limitant ainsi les conflits d'agence entre

actionnaires et dirigeants (Jensen et Meckling 1976). Dans la mesure où les détenteurs de blocs de contrôle ont à la fois le pouvoir et les incitations de discipliner les dirigeants, on peut s'attendre à ce qu'ils influencent leur niveau de rémunération, en veillant notamment à ce qu'elle ne soit pas excessive au regard de la performance de l'entreprise.

De nombreuses études anglo-saxonnes vérifient qu'un actionnariat plus élevé détenu par les blocs de contrôle a une influence négative sur la rémunération du CEO (Lambert et al. 1993 ; Core et al. 1999 ; Cyert et al. 2002 ; Cordeiro et Veliyath 2003 ; Ozkan 2007).

En France, l'influence d'un actionnariat de contrôle se pose en des termes particuliers, dans la mesure où un grand nombre d'entreprises cotées sont contrôlées par un actionnaire majoritaire. Cet environnement spécifique, fondamentalement lié au contexte historique et culturel français, influence considérablement les politiques de rémunération (Alcouffe et Alcouffe 1997). La question du contrôle de l'entreprise appelle en particulier à prendre en compte la dynamique de pouvoir entre les actionnaires, les administrateurs et la direction qui prévaut dans de nombreuses sociétés françaises.

Dans les entreprises dont le capital est diffus, les dirigeants disposent de marges de manœuvre importantes pour orienter les décisions du conseil, et obtenir la satisfaction de leurs exigences en matière de rémunération (Craighead et al. 2004). Par ailleurs, dans ce type d'entreprise, l'absence de contrôle par un actionnaire majoritaire tend à accroître le coût d'une incitation par une rémunération avantageuse. En revanche, la présence d'administrateurs représentant un actionnaire majoritaire distinct de l'équipe dirigeante accroît le pouvoir du conseil de s'opposer aux avantages octroyés aux dirigeants. Les dirigeants ont une moindre latitude pour résister aux contraintes imposées par le conseil. Les administrateurs vont d'ailleurs chercher à protéger l'intérêt des actionnaires, non seulement en minimisant la rémunération, mais également en choisissant une structure de rémunération incitant les dirigeants à prendre davantage de risque et à accroître la performance de l'entreprise. Ce type d'incitation conduit à privilégier des formes de rémunération flexible, fonction de la performance de l'entreprise. Cette rémunération incitative peut correspondre à la fois à une part variable plus importante, et par ailleurs à l'octroi de *stock-options* qui s'inscrivent dans une logique d'encouragement à la performance boursière (Desbrières et al. 2000).

Ainsi pouvons-nous nous attendre à ce que la rémunération des dirigeants soit plus limitée, et la part de la rémunération flexible soit plus importante, lorsque la proportion d'actionnaires de contrôle non exécutifs dans le capital est plus élevée.

Hypothèse 1a : Il existe une relation négative entre le pourcentage de capital détenu par le principal actionnaire non exécutif et le niveau de rémunération du CEO.

Hypothèse 1b : Il existe une relation positive entre le pourcentage de capital détenu par le principal actionnaire non exécutif et l'ampleur de la rémunération flexible octroyée au CEO.

1.1.2. Relation entre la part de capital détenue par le dirigeant et sa rémunération

Nous avons jusqu'à présent évoqué les entreprises contrôlées par un actionnaire distinct du CEO et les entreprises au capital diffus. Mais une troisième catégorie d'entreprises doit également être considérée avec attention dans le contexte français : il s'agit des entreprises dont l'actionnaire majoritaire est le CEO et sa famille.

Dans le cadre de la théorie de l'agence, plus la part de capital détenue par le dirigeant est élevée, plus ses intérêts sont susceptibles d'être alignés sur ceux des autres actionnaires, limitant ainsi les risques de comportement managérial opportuniste (Jensen et Meckling 1976). En conséquence, une participation plus importante du CEO dans le capital devrait limiter le risque d'une politique de rémunération abusive, et ce au détriment des actionnaires. Dans le contexte anglo-saxon, Lambert et al. (1993) et Core et al. (1999) vérifient que le niveau de rémunération du CEO est plus faible lorsque sa participation dans le capital est plus importante. On peut supposer également que le CEO accepte plus volontiers une part de rémunération flexible plus importante, liée à la performance de l'entreprise. Nous proposons d'examiner cette relation dans le contexte français où l'actionnariat du CEO se révèle être souvent particulièrement élevé.

Hypothèse 2a : Il existe une relation négative entre le pourcentage de capital détenu par le CEO et le niveau de rémunération du CEO.

Hypothèse 2b : Il existe une relation positive entre le pourcentage de capital détenu par le CEO et l'ampleur de la rémunération flexible octroyée au CEO.

Cependant, il faut souligner que la relation inverse pourrait être observée sous couvert d'une hypothèse d'enracinement du dirigeant. En effet, la théorie de l'enracinement retient l'existence d'un

comportement actif visant à profiter des failles ou à neutraliser les mécanismes de contrôle. Ce comportement permet un transfert de richesse des actionnaires au profit des dirigeants, notamment sous la forme de salaires (Shleifer et Vishny 1989). Autrement dit, la détention d'une part importante du capital permettrait au dirigeant de contraindre les administrateurs à accepter une politique de rémunération favorisant son intérêt personnel. Trepo et Roussel (1999) observent ainsi qu'en France, dans les entreprises où les dirigeants interviennent comme décideurs uniques sur leur rémunération, les primes sont moins liées à la performance de l'entreprise.

1.1.3. Part de capital détenue par les investisseurs institutionnels et rémunération du dirigeant

La présence d'investisseurs institutionnels dans le capital de l'entreprise est susceptible d'affecter la rémunération des dirigeants (David et *al.* 1998 ; Hartzell et Starks 2003). Les investisseurs institutionnels sont réputés exercer un contrôle plus efficace des dirigeants que les actionnaires individuels pour garantir la maximisation de la valeur de l'entreprise (Agrawal et Mandelker 1992). Ces investisseurs sont en effet bien informés et disposent d'une expertise particulière dans le contrôle des dirigeants. Par leur présence dans un grand nombre d'entreprises, ils ont notamment une capacité particulière à apprécier la cohérence de la politique de rémunération d'une entreprise (David et *al.* 1998). Ils devraient être particulièrement attentifs à ce que la rémunération des dirigeants corresponde au niveau de performance de l'entreprise.

Certaines études anglo-saxonnes tendent à vérifier cette relation. David et *al.* (1998) trouvent ainsi que la présence d'investisseurs institutionnels est associée à des niveaux de rémunération du CEO plus faibles, et à une plus grande proportion d'incitations à long terme dans la rémunération totale du CEO. Cette relation n'est toutefois vérifiée que pour les investisseurs n'ayant pas de relations économiques avec l'entreprise. Selon les auteurs, les investisseurs n'exerceraient un rôle disciplinaire efficace que lorsqu'ils sont réellement indépendants de l'entreprise, et libres de s'opposer à l'équipe dirigeante. Hartzell et Starks (2003) et Ozkan (2007) montrent également que l'actionnariat des institutionnels a une incidence négative sur la rémunération des dirigeants. Ces résultats tendent à vérifier que les actionnaires institutionnels jouent un rôle disciplinaire significatif auprès des dirigeants, et que leur participation au capital permet de garantir une

meilleure adéquation entre leur rémunération et la performance de l'entreprise.

Hypothèse 3a : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels possédant un bloc de contrôle a une incidence négative sur le niveau de rémunération du CEO.

Hypothèse 3b : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels possédant un bloc de contrôle a une incidence positive sur l'ampleur de la rémunération flexible octroyée au CEO.

1.2. L'influence des caractéristiques des organes de contrôle sur la rémunération des dirigeants

1.2.1. Proportion d'administrateurs indépendants et rémunération des dirigeants

Selon le cadre théorique de l'agence, le conseil d'administration exerce une fonction essentielle en matière de gouvernance des entreprises. Dans une optique disciplinaire, son rôle est de veiller à ce que les décisions prises par l'équipe dirigeante soient conformes à l'intérêt des actionnaires (Charreaux 2000). Seul compétent pour décider de la rémunération du CEO, il est amené à prévenir tout comportement opportuniste de leur part, qui aurait pour conséquence de détourner une part de la richesse de l'entreprise au détriment des actionnaires et autres *stakeholders*. Le conseil devrait être particulièrement attentif à ce que le niveau de rémunération des dirigeants ne soit pas excessif, au regard notamment de la performance de l'entreprise.

La fonction disciplinaire exercée par le conseil est susceptible d'être d'autant plus efficace que les administrateurs sont réputés indépendants de l'équipe de direction (Jensen 1993). D'après la théorie du pouvoir managérial (Malette et *al.* 1995 ; Bebchuk et Fried 2006), les administrateurs internes ont peu d'intérêt à s'opposer au dirigeant – notamment pour contester un niveau de rémunération qui leur semblerait disproportionné – parce que le CEO est d'abord leur patron et pourrait, par la suite, sanctionner un comportement qui a desservi ses intérêts. Les administrateurs externes sont susceptibles de s'opposer plus librement aux dirigeants.

Les résultats des études anglo-saxonnes sont souvent contradictoires sur cette question. Conyon et Peck (1998) et Westphal et Zajac (1995) ne trouvent pas d'incidence significative de la proportion d'administrateurs externes sur la rémunération des dirigeants. D'autres

études trouvent une relation positive entre la rémunération du CEO et la proportion d'administrateurs externes (Lambert et *al.* 1993 ; Cordeiro et Veliyath 2003 ; Ozkan 2007). Au Canada, St Onge et *al.* (2001) concluent quant à eux que plus la proportion d'administrateurs « reliés » est forte, plus la rémunération globale du dirigeant est importante. Au Japon, Basu et *al.* (2007) mettent en évidence que la présence d'administrateurs externes est associée à des niveaux de rémunération salariale significativement plus faibles pour l'équipe dirigeante. Dans le même esprit, Firth et *al.* (2007) montrent qu'en Chine les entreprises qui comptent une plus grande proportion d'administrateurs externes versent des rémunérations qui sont plus en adéquation avec la performance opérationnelle de l'entreprise.

En France, le rapport Bouton (2002) a incité les entreprises cotées à nommer des administrateurs indépendants, sans relation personnelle ou économique avec l'entreprise⁴. Une plus grande proportion d'administrateurs indépendants devrait limiter l'octroi d'une rémunération excessive aux dirigeants, et par ailleurs agir dans l'intérêt des actionnaires en imposant une rémunération flexible plus importante, de façon à inciter les dirigeants à accroître la performance de l'entreprise.

Hypothèse 4a : Il existe une relation négative entre la proportion d'administrateurs indépendants au conseil et le niveau de rémunération du CEO.

Hypothèse 4b : Il existe une relation positive entre la proportion d'administrateurs indépendants au conseil et l'ampleur de la rémunération flexible octroyée au CEO.

Toutefois, en revenant sur la dynamique de pouvoir qui existe entre les actionnaires, les administrateurs et les dirigeants qui prévaut dans nombre de sociétés françaises, il sera intéressant d'examiner ces hypothèses à la lumière du type de contrôle qui caractérise les entreprises. En effet, l'influence des administrateurs indépendants est susceptible d'être affectée par la présence ou non d'actionnaires de contrôle, disposant d'un réel pouvoir au sein du conseil

⁴ Un administrateur est défini comme étant indépendant « lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement » (rapport Bouton 2002). Cette qualification doit être discutée chaque année par le comité des nominations. Le rapport Bouton insiste sur l'importance de la présence d'une proportion significative d'administrateurs indépendants au sein du conseil. Il est recommandé que le conseil soit constitué d'au moins un tiers d'administrateurs indépendants, proportion portée à la moitié pour les entreprises dont le capital est diffus.

d'administration. Dans les sociétés à capital diffus, le rapport de force est susceptible d'être en faveur du dirigeant, neutralisant ainsi partiellement le pouvoir des administrateurs indépendants.

1.2.2. Séparation des fonctions de surveillance et de direction et rémunération des dirigeants

Le cumul des fonctions de Président du conseil et de Directeur Général est également susceptible d'influencer l'efficacité du conseil à exercer un contrôle objectif du niveau de rémunération des dirigeants (Jensen 1993). S'il cumule les fonctions, le Directeur Général dispose de plus d'autorité pour contrôler les décisions du conseil quant à son niveau de rémunération. Il peut en outre favoriser la nomination d'administrateurs plus enclins à servir ses intérêts que ceux des actionnaires qu'ils sont censés représenter (Malette et al. 1995 ; Bebchuk et Fried 2006). La séparation des fonctions devrait au contraire permettre au conseil d'agir en toute indépendance, notamment pour discipliner la politique de rémunération des dirigeants. Certaines études vérifient que le cumul des fonctions de CEO et de Président du conseil a une incidence positive sur la rémunération du CEO (Core et al. 1999 ; St Onge et al. 2001), tandis que d'autres ne trouvent pas de relations significatives (Conyon et Peck 1998 ; Cordeiro et Veliyath 2003). Selon Firth et al. (2007), la séparation des fonctions est associée à des rémunérations qui sont davantage basées sur la performance de l'entreprise.

En France, les entreprises peuvent opter pour une structure duale comportant un conseil de surveillance et un directoire, et elles peuvent par ailleurs choisir, conformément à la loi NRE de 2001, de dissocier les fonctions de Directeur Général et de Président du conseil d'administration. Nous supposons que ces choix affectent le niveau, ainsi que la structure, de la rémunération des dirigeants.

Hypothèse 5a : La séparation des fonctions de Président et de Directeur Général a une incidence négative sur le niveau de rémunération du CEO.

Hypothèse 5b : La séparation des fonctions de Président et de Directeur Général a une incidence positive sur l'ampleur de la rémunération flexible octroyée au CEO.

1.2.3. Existence d'un comité de rémunération et rémunération des dirigeants

Organe interne composé d'un nombre restreint d'administrateurs, le comité de rémunération est une instance spécialisée en charge de la

définition de la politique de rétribution des mandataires sociaux de l'entreprise. Ainsi, par sa vocation même, le comité devrait exercer un contrôle efficace de la politique de rémunération des dirigeants. Selon Piot (2006), il répond effectivement à un besoin de surveillance des dirigeants dans le cadre de la relation d'agence actionnaires-dirigeants. En l'absence de tels comités, les dirigeants disposeraient d'une plus grande latitude managériale pour se voir attribuer une rétribution supérieure à celle à laquelle ils pourraient prétendre au regard de leur performance, et ce au détriment de l'intérêt des actionnaires.

En France, la constitution d'un comité de rémunération n'est pas obligatoire, mais le conseil d'administration a la liberté de créer des comités spécialisés dont il précise les attributions et les modalités de fonctionnement. Le rôle du comité reste consultatif et consiste généralement à formuler des recommandations au conseil concernant la politique de rémunération des dirigeants et l'octroi de *stock-options*. Toutefois, sous l'impulsion des rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002), les comités de rémunérations se sont multipliés en France au cours de ces dernières années. Par exemple, 60% des entreprises du CAC 40 avaient constitué un comité de rémunération en 1996, contre 85% en 1999, et 97,5% en 2006 (Korn Ferry International 2000 ; Proxinvest 2006). Si le rapport Viénot (1995) invitait déjà les entreprises cotées à créer des comités de rémunération, le rapport Bouton (2002) souligne que le contrôle exercé par le comité sur la politique de rémunération des dirigeants est un élément essentiel de gouvernement des entreprises. Il relève notamment le rôle central qu'il est amené à jouer dans la détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants. Nous supposons donc que l'existence d'un comité devrait permettre d'éviter des politiques de rémunération excessives, et de contraindre les dirigeants à accroître la performance de l'entreprise par l'octroi d'une rémunération flexible plus importante.

Hypothèse 6a : L'existence d'un comité de rémunération a une incidence négative sur le niveau de rémunération du CEO.

Hypothèse 6b : L'existence d'un comité de rémunération a une incidence positive sur l'ampleur de la rémunération flexible octroyée au CEO.

En Grande-Bretagne, Main et Johnston (1993) et Conyon et Peck (1998) montrent toutefois que la rémunération des dirigeants est plus élevée dans les entreprises disposant d'un comité de rémunération. Selon eux, ce résultat peut s'expliquer à la lumière des modèles de comparaison sociale (O'Reilly et al. 1988). Ce cadre théorique

présuppose que toute personne qui évalue les comportements ou les performances d'autrui réalise cette appréciation par comparaison à des personnes considérées comme relativement semblables, plutôt dans la frange supérieure (Festinger 1954). Autrement dit, les rémunérations accordées aux dirigeants par le comité pourraient être affectées par des considérations d'ordre social : les membres non exécutifs du comité, souvent eux-mêmes dirigeants d'entreprise, apprécieraient le caractère raisonnable de la rémunération du dirigeant en prenant pour référence plutôt leur propre salaire que celui des salariés de rangs inférieurs. Ainsi, le salaire des membres du comité aurait un effet positif sur la rémunération des dirigeants.

2. Méthodologie

2.1. L'échantillon

Notre échantillon a été constitué sur la base des 270 valeurs françaises cotées dans les compartiments A (capitalisations supérieures à 1 milliard d'euros) et B (capitalisations comprises entre 150 millions d'euros et 1 milliard d'euros) d'Eurolist au 31 décembre 2005. Les rémunérations des dirigeants ont été collectées à partir des documents de référence publiés par les entreprises. Les variables de gouvernance ont également été recueillies dans les documents de référence. Les données comptables ont, quant à elles, été collectées à partir de la base *Amadeus* et des rapports annuels.

Pour constituer notre échantillon, nous avons éliminé les sociétés financières, ainsi que les sociétés dont le CEO a changé au cours de l'exercice 2005. Nous avons également écarté les sociétés dont les données étaient manquantes (en particulier concernant les rémunérations des dirigeants et l'indépendance des administrateurs). Notre échantillon final se compose ainsi de 132 entreprises.

2.2. Les variables

Rémunération du CEO

Nous avons collecté les rémunérations du CEO à partir des informations publiées dans le rapport annuel des entreprises. Depuis l'entrée en vigueur de loi NRE de 2001, le rapport de gestion contient le montant de la rémunération fixe, de la part variable, des options

attribuées, ainsi que des avantages en nature versé à chaque mandataire social durant l'exercice.

Comme nous l'avons évoqué, la répartition de la rémunération en ces différentes composantes n'est pas neutre. La part flexible de cette rémunération représente le choix par les administrateurs d'une rémunération incitative liée à la performance de l'entreprise. Afin d'étudier l'incidence des variables de gouvernance sur le niveau mais également sur la structure de la rémunération, nous avons utilisé trois approches distinctes du niveau de rémunération (St Onge et *al.* 2001 ; Craighead et *al.* 2004).

Dans un premier temps, nous avons retenu comme niveau de rémunération salariale : (1) la rémunération fixe, (2) la rémunération variable, et (3) les avantages en nature, l'ensemble de ces éléments étant versés au titre de l'exercice 2005. La « rémunération salariale » ainsi déterminée est notée REMU1.

Dans un deuxième temps, nous avons intégré dans le montant de la rémunération globale la valeur estimée des *stock-options* attribués au cours de l'exercice. Dans la littérature, la valeur des options est en général estimée en utilisant des modèles d'évaluation de type Black et Scholes. Certaines études estiment directement la valeur des *stock-options* à hauteur de 25% du prix d'exercice, comme le prédisent les modèles d'options les plus sophistiqués (Core et *al.* 1999). L'inconvénient de ces modèles est qu'ils accordent une valeur à l'option même si le cours se révèle être inférieur au prix d'exercice à la fin de l'exercice. Dans cette étude, nous proposons d'apprécier les *stock-options* par la plus-value potentielle que représenterait la levée de l'option à la fin de l'exercice. Autrement dit, la valeur des *stock-options* est égale au nombre d'options attribuées, multiplié par la différence entre le cours de l'action à la fin de l'exercice et le prix d'exercice de l'option. Si le cours de l'action est inférieur au prix d'exercice, la valeur attribuée est égale à zéro. La « rémunération globale », comprenant la rémunération salariale et les *stock-options*, est notée REMU2.

Dans un troisième temps, nous avons isolé les seules « dimensions incitatives » de la rémunération. La « rémunération flexible » comprend ainsi la rémunération variable et la valeur estimée des *stock-options* ; elle est notée REMU3.

Dans la mesure où, comme nous le verrons, la distribution de ces variables est très asymétrique, nous utiliserons dans les régressions une

transformation logarithmique des variables expliquées, notées LNREMU1, LNREMU2 et LNREMU3.

Structure de propriété

Nous testons l'incidence de l'actionnariat du CEO sur son niveau de rémunération. La variable %CEO mesure ainsi le pourcentage de droits de vote détenu par le CEO. Par ailleurs, nous examinons l'influence de l'actionnariat des investisseurs externes (non exécutifs), ainsi que celui des investisseurs institutionnels de contrôle, sur le niveau de rémunération. Nous utilisons les variables %PRINC et %INSTI, mesurant respectivement le pourcentage des droits de vote du principal actionnaire externe et celui des investisseurs de contrôle (détenant plus de 5% des droits de vote).

Caractéristiques du conseil d'administration

Nous testons l'influence de l'indépendance des membres du conseil d'administration (/ de surveillance) sur le niveau de rémunération des dirigeants. Le critère d'indépendance est celui défini par le rapport Bouton (2002). La variable CA.IND correspond au pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil, selon les critères du rapport Bouton. Nous examinons également si le cumul des fonctions de Président du conseil et de Directeur Général a un impact sur les rémunérations. La variable DUAL prend la valeur de 1 si les deux fonctions sont séparées, et de 0 dans le cas contraire.

Existence d'un comité de rémunération

Nous testons l'incidence de l'existence d'un comité de rémunération sur la rémunération du CEO. La variable COMITE prend la valeur de 1 si l'entreprise dispose d'un comité de rémunération, et de 0 dans le cas contraire.

Variables de contrôle

La littérature met en évidence que le facteur taille est prépondérant pour expliquer les niveaux de rémunération des dirigeants (Jensen et Murphy 1990 ; Tosi et *al.* 2000 ; Albouy 2004). Diriger une entreprise de plus grande taille implique en effet un niveau de responsabilité supérieur, plus de niveaux hiérarchiques à encadrer, plus d'expérience et de compétences requises. Nous nous attendons donc à ce que les entreprises plus grandes octroient de plus fortes rémunérations à leurs

dirigeants. Pour contrôler la taille, nous utilisons le logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise, noté LNCAPI.

Par ailleurs, les opportunités de croissance de l'entreprise devraient également affecter la rémunération des dirigeants. Dans la mesure où les dirigeants sont chargés de développer les opportunités de croissance, ils devraient être récompensés lorsque ces opportunités sont effectivement élevées (Smith et Watts 1992). La relation entre les opportunités de croissance et le niveau de rémunération devrait donc être positive. Nous mesurons les opportunités de croissance à travers le ratio *market to book* de l'année 2004, noté M.BOOK, égal au rapport entre la capitalisation boursière de l'entreprise et la valeur comptable de ses capitaux propres.

Enfin, dans la mesure où la rémunération constitue un mécanisme incitatif pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises devrait être positive (Fama et Jensen 1983 ; Jensen et Meckling 1976). Dans cette étude, la performance de l'entreprise est mesurée par deux variables : d'une part la rentabilité économique de l'entreprise de l'année 2004, notée ROA, et d'autre part la rentabilité boursière de 2004, notée RETURN.

3. Résultats

3.1. Statistiques descriptives

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives pour notre échantillon. La capitalisation moyenne des entreprises de l'échantillon s'élève à 5 761 M€ avec une forte dispersion puisque l'écart-type est de 15 688 M€

Tableau 1 - Statistiques descriptives pour l'échantillon total

Variabes continues

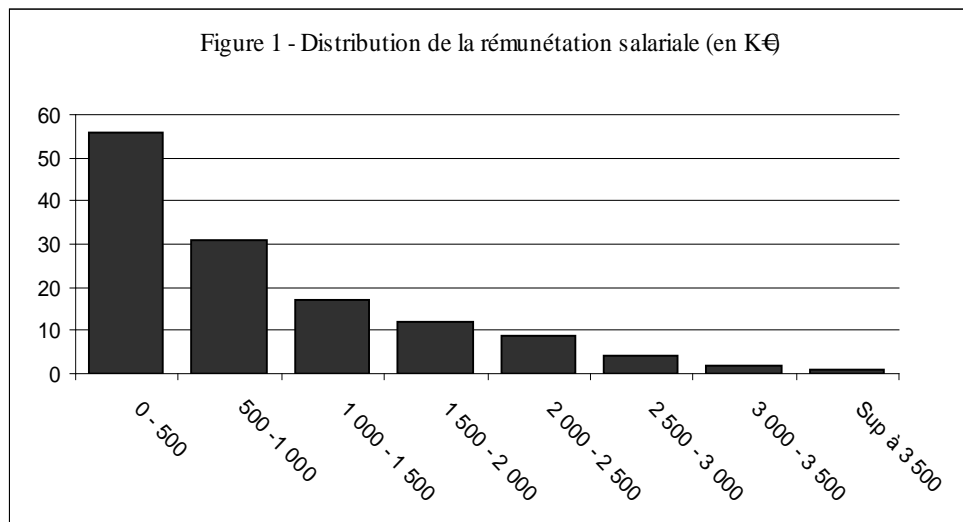
	<u>N</u>	<u>Moyenne</u>	<u>Médiane</u>	<u>Ecart-Type</u>	<u>Minimum</u>	<u>Maximum</u>
Rémunération du CEO						
REM.FIXE	132	526	383	458	60	3 750
REM.VAR	132	401	150	553	0	3 500
NATURE	132	7	2	16	0	126
ST.OPTION	132	270	0	1 075	0	10 004
REMU1	132	934	567	945	65	7 270
REMU2	132	1 204	569	1 636	65	11 900
REMU3	132	671	166	1 362	0	11 039
Variables de gouvernance						
CA.IND	132	39,18	39,44	22,30	0	90
%CEO	132	20,36	0	31,37	0	96,16
%PRINC	132	22,93	9,75	26,05	0	87,85
%INSTI	132	5,87	0	13,26	0	74,47
Variables de contrôle						
CAPITALISATION	132	5 740 648	882 972	15 687 502	118 901	130 277 970
M.BOOK	132	2,94	2,16	2,94	0,36	25,31
ROA	132	9,14	8,25	6,04	-6,36	30,84
RETURN	132	27,47	21,52	45,39	-66,50	304,70

Variabes de gouvernance dichotomiques

	<u>N</u>	<u>Moyenne</u>	<u>Médiane</u>	<u>Nombre d'ent. Codées « 1 »</u>	<u>Nombre d'ent. Codées « 0 »</u>
DUAL	132	0,38	0	50	82
COMITE	132	0,67	1	88	44

REM.FIXE = rémunération fixe du CEO (en K€) ; REM.VAR = rémunération variable du CEO (en K€) ; NATURE = avantages en natures (en K€) ; ST.OPTION = (cours de l'action à la fin de l'exercice - prix d'exercice de l'option) x nombre d'options attribuées au cours de l'exercice ; REMU1 = rémunération salariale totale du CEO (en K€) ; REMU2 = rémunération globale du CEO (en K€) ; REMU3 = rémunération flexible du CEO (en K€) ; CA.IND = pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil ; DUAL = 1 si les fonctions de Président du conseil et de Directeur général sont séparées, et de 0 dans le cas contraire ; COMITE = 1 si l'entreprise dispose d'un comité de rémunération, 0 sinon ; %CEO = pourcentage de droits de vote du CEO ; %PRINC = pourcentage de droits de vote du principal actionnaire non exécutif ; %INSTI = pourcentage de droits de vote des investisseurs institutionnels détenant plus de 5% des droits de vote ; CAPITALISATION = capitalisation boursière totale (en K€) ; M.BOOK = ratio *market to book*, égal au rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des capitaux propres ; ROA = résultat d'exploitation / actif total ; RETURN = (Cours_N + Dividendes versés en N - Cours_{N-1}) / Cours_{N-1}.

En moyenne, la rémunération salariale des CEO est égale à 934 K€ et se compose de 526 K€ en rémunération fixe, 401 K€ en rémunération variable et 7 K€ en avantages en nature. La dispersion de ces rémunérations salariales est très importante, puisque celles-ci s'étendent de 65 K€ à 7 270 K€. Ce dernier montant concerne le CEO de la société L'Oréal, et se singularise par rapport aux autres puisque la seconde rémunération salariale en valeur s'élève à 3 155 K€. Le graphique 1, représentant la distribution de la rémunération salariale, met en évidence une forte asymétrie vers la droite. La majorité des CEO (42%) gagnent entre 65 et 500 K€, tandis que 12% des CEO reçoivent une rémunération salariale supérieure à 2 000 K€.



En ce qui concerne les *stock-options*, 41 entreprises de l'échantillon ont attribué des *stock-options* au titre de l'exercice 2005 (31% de l'échantillon). En moyenne, pour l'ensemble de l'échantillon, l'enrichissement potentiel lié aux *stock-options* attribuées en 2005 représente 7,10% de la rémunération totale accordée au CEO. Mais il correspond pour six CEO de l'échantillon à plus de 60% de leur rémunération globale. Cette rémunération globale, tenant compte de ces *stock-options*, se situe en moyenne à 1 204 K€.

Par ailleurs, il est à noter que 33 entreprises de l'échantillon n'ont versé aucune rémunération flexible à leur dirigeant, que ce soit sous forme de rémunération variable ou de *stock-options*. Au total, cette rémunération flexible s'élève à 671 K€ en moyenne.

Concernant la structure de propriété, nous observons que le CEO détient en moyenne 20,4% des droits de vote. Le principal actionnaire non exécutif détient, quant à lui, 22,9% des droits de vote en moyenne, avec toutefois une dispersion importante puisque la médiane s'élève à 9,8%. Les investisseurs institutionnels de contrôle disposent en moyenne de 5,9% des droits de vote.

En ce qui concerne les conseils d'administration (/ de surveillance), ils comptent en moyenne 39% d'administrateurs indépendants, au sens du rapport Bouton (2002). Nous observons que 13% des entreprises de l'échantillon ne comptent aucun administrateur indépendant, tandis que 69% des entreprises ont désigné au moins 1/3 d'administrateurs indépendants au sein de leur conseil, tel que préconisé dans le rapport Bouton (2002). Par ailleurs, les fonctions de Président du conseil et de Directeur Général sont séparées dans 38% des entreprises de l'échantillon (27% des entreprises ont mis en place un conseil de surveillance, et 11% ont adopté une dissociation des fonctions de DG et de Président du conseil).

Quant aux comités de rémunération, ils ont été mis en place dans 67% des entreprises de l'échantillon, soit 88 entreprises. En observant les entreprises du SBF 120, les études françaises antérieures ont mentionné la présence de comité de rémunération dans 66% des entreprises en 2000 (Pochet et Yeo 2004), 72% en 2001 (Piot 2006), et 86% en 2002 (Godard et Schatt 2005). Le fait que nous obtenions un plus faible pourcentage n'est guère surprenant, dans la mesure où nous intégrons dans notre échantillon des entreprises plus petites cotées sur le compartiment B. En effet, si 91% des entreprises du compartiment A ont créé un comité, seules 50% des entreprises du compartiment B en sont dotées. Nous constatons par ailleurs que les comités de rémunération comprennent entre 2 et 6 membres, avec une moyenne de 3 membres. Ils comptent en moyenne 60% de membres indépendants. Seuls 8% des comités ne comptent aucun administrateur indépendant.

3.2. Rémunération du CEO et gouvernance de l'entreprise

Nous proposons d'analyser dans un premier temps, pour l'ensemble de l'échantillon, l'incidence des variables de gouvernance sur la rémunération du CEO, en distinguant alternativement une approche salariale, globale et flexible de la rémunération. Les résultats des régressions linéaires sont reportés dans le tableau 2⁵. En ce qui concerne la rémunération flexible, REM3, la régression a été effectuée sur les seules entreprises ayant accordé un tel type de rémunération.

⁵ La matrice de corrélations (présentée en annexe) met en évidence l'existence de corrélations significatives entre certaines de nos variables explicatives. Nous constatons toutefois que le VIF (*Variance Inflation Factor*) maximum s'élève à 2,389 dans les régressions (1) et (2), et à 1,919 dans la régression (3). Il ne semble donc pas y avoir de problèmes de multicollinéarité majeurs susceptibles de biaiser nos résultats (Montgomery et Peck, 1982). Nous avons cependant procédé à quelques tests supplémentaires. La variable %CEO est particulièrement corrélée avec plusieurs autres variables exogènes, dont en particulier l'existence d'un comité de rémunération. Nous avons donc testé les modèles en omettant la variable %CEO. Les résultats des régressions restent qualitativement inchangés, à l'exception de la variable COMITE qui devient significative au seuil de 5% dans les régressions (1) et (2). Le VIF maximum est alors égal à 1,580.

Tableau 2 – Régressions linéaires testant la relation entre rémunération des dirigeants et caractéristiques des mécanismes de gouvernance

%CEO = pourcentage de droits de vote du CEO ; %PRINC = pourcentage de droits de vote du principal actionnaire non exécutif ; %INSTI = pourcentage de droits de vote des investisseurs institutionnels détenant plus de 5% des droits de vote ; CA.IND = pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil ; DUAL = 1 si les fonctions de Président du conseil et de Directeur général sont séparées, et de 0 dans le cas contraire ; COMITE = 1 si l'entreprise dispose d'un comité de rémunération, 0 sinon ; LNCAPI = logarithme de la capitalisation de l'entreprise ; M.BOOK = market to book ratio ; ROA = rentabilité économique, RETURN = rentabilité boursière.

	(1) Rémunération salariale LNREM1 N = 132		(2) Rémunération globale LNREM2 N = 132		(3) Rémunération flexible LNREM3 N = 99	
	Beta	t-value	Beta	t-value	Beta	t-value
Intercept	9,000	14,537***	7,865	11,720***	5,452	4,761***
%CEO	-0,004	-1,556	-0,002	-0,689	0,006	1,009
%PRINC	-0,004	-1,354	-0,003	-0,878	-0,004	-0,697
%INSTI	0,004	0,895	0,004	0,740	-0,006	-0,735
CA.IND	0,005	1,465	0,005	1,384	0,006	0,996
DUAL	-0,095	-0,764	-0,112	-0,836	-0,356	-1,615
COMITE	0,277	1,743*	0,294	1,719*	-0,015	-0,049
LNCAPI	0,311	7,083***	0,394	8,320***	0,518	6,675***
M.BOOK	-0,029	-1,356	-0,028	-1,232	-0,060	-1,084
ROA	-0,015	-1,376	-0,013	-1,078	0,008	0,409
RETURN	-0,001	-0,909	-0,002	-1,219	-0,006	-1,560
F-statistic	17,167***		18,774***		9,459***	
Adjusted R ²	0,552		0,576		0,463	

*** significatif au seuil de 1% ; ** significatif au seuil de 5% ; * significatif au seuil de 10%

En ce qui concerne la structure de propriété, nous observons que la proportion de droits de vote détenue par le principal actionnaire non exécutif et par les investisseurs institutionnels détenant un bloc de contrôle, n'a pas d'incidence sur le niveau de rémunération du CEO. Ainsi, contrairement à nos attentes, les actionnaires externes de contrôle ne semblent pas jouer de fonction disciplinaire significative sur la politique de rémunération des dirigeants. De même, nous constatons que le pourcentage de droits de vote détenu par le CEO n'a pas d'impact sur les différents types de rémunération. Ces résultats vont à l'encontre de l'hypothèse d'agence, établissant qu'un actionnariat du CEO plus important, en alignant ses intérêts sur ceux des actionnaires, devrait limiter son niveau de rémunération. De même, il ne valide pas l'hypothèse d'enracinement qui présuppose que le CEO profite de sa

détention d'une part importante du capital pour contraindre les administrateurs à tolérer le versement d'émoluments servant ses intérêts.

La proportion d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration n'a pas d'incidence significative sur les rémunérations. Nous ne pouvons donc pas conclure que la qualité d'indépendant des membres du comité influence la politique de rémunération, ni pour la minimiser, ni pour privilégier une forme de rémunération incitative par le choix d'une rémunération flexible basée sur la performance de l'entreprise.

De même, la séparation des fonctions de Président du conseil et de Directeur Général n'affecte pas le niveau et la structure de rémunération. Une dissociation des fonctions n'exerce donc pas de rôle disciplinaire majeur sur la politique de rémunération.

En revanche, et contrairement à nos attentes, nous trouvons que l'existence d'un comité de rémunération affecte positivement le niveau de rémunération salariale et globale des dirigeants, et n'a pas d'impact sur le niveau de la rémunération flexible. Ce résultat est cohérent avec les résultats observés en Grande-Bretagne (Main et Johnston 1993 ; Conyon et Peck 1998), et infirme l'hypothèse du rôle disciplinaire joué par le comité. Il semble au contraire que la présence d'un comité permette au dirigeant de mieux imposer ses exigences en matière de rémunération. Mais ce rapport de force en faveur des dirigeants existe-t-il dans toutes les entreprises, y compris dans les entreprises contrôlées par un actionnaire distinct du CEO ? Ces premiers résultats nécessitent d'être mis en regard de la structure de propriété caractérisant les entreprises de l'échantillon. Cette analyse fait l'objet de la prochaine section.

Concernant les variables de contrôle, nous vérifions, à l'instar des travaux antérieurs, que la taille est un déterminant prépondérant de la rémunération du dirigeant. Les entreprises de plus grande taille accordent des niveaux de salaire significativement plus élevés à leurs CEO. En revanche, la performance de l'entreprise, qu'elle soit opérationnelle ou boursière, n'apparaît avoir aucune incidence sur la rémunération des dirigeants. Nous ne vérifions donc pas qu'un niveau de performance plus important implique une rémunération plus élevée pour les dirigeants, tant au niveau salarial que global ou encore flexible. Nous avons d'ailleurs vérifié ce résultat en utilisant des mesures alternatives de performance opérationnelle : le ROE (Résultat net / Capitaux propres), et un ratio de profitabilité (Résultat net / Chiffre

d'affaires). Enfin, le ratio *market to book* n'a pas d'incidence positive significative sur le niveau de rémunération. Il apparaît donc que la politique de rémunération n'est pas affectée par les opportunités de croissance de l'entreprise.

3.3. Les déterminants de la rémunération du CEO selon le type de structure de propriété

Nous avons précédemment évoqué l'existence en France de trois catégories d'entreprises : les sociétés au capital diffus, les sociétés contrôlées par un actionnaire distinct du CEO, et celles contrôlées par le CEO et sa famille. Dans chacune de ces catégories, les jeux de relations de pouvoir entre actionnaires, administrateurs et dirigeant sont différents, ce qui devrait affecter la politique de rémunération. Par ailleurs, les entreprises à capital diffus étant souvent les entreprises de plus grande taille, il nous paraît intéressant d'analyser les interactions entre les mécanismes de gouvernance et les décisions en matière de rémunération dans ce type d'entreprise.

Dans notre échantillon, 37 entreprises peuvent être qualifiées d'entreprises à capital diffus, aucun actionnaire ne détenant plus de 20% des droits de vote⁶. La majorité des entreprises sont donc des entreprises contrôlées, ce qui reflète bien la spécificité française de la structure de propriété des entreprises cotées. Parmi ces entreprises contrôlées, certaines le sont par le CEO et sa famille (41 entreprises), tandis que les autres le sont par une autre entité (Etat, société-mère ou encore fondateurs distincts du CEO).

Comme l'illustre le tableau 3, les entreprises au capital diffus sont également les entreprises de plus grande taille et dont le CEO ne détient qu'un très faible pourcentage de droits de vote. Ces entreprises se caractérisent également par un pourcentage élevé d'administrateurs indépendants et par la présence presque systématique d'un comité de rémunération.

Les entreprises contrôlées par le CEO sont à l'inverse des entreprises de plus petite taille, dont la proportion d'administrateurs indépendants est en moyenne inférieure à un tiers, et dans lesquelles le CEO cumule souvent les fonctions de Président et de Directeur général. Moins d'un

⁶ Nous considérons ici, à l'instar de Craighead et al. (2004), qu'au-delà d'un seuil de 20%, les actionnaires peuvent exercer une influence significative dans les prises de décisions stratégiques de l'entreprise.

tiers de ces entreprises ont mis en place un comité de rémunération en leur sein.

Les entreprises contrôlées par une autre entité comptent, quant à elles, davantage de comités et d'administrateurs indépendants, sans pourtant atteindre les proportions observées dans les entreprises au capital diffus. La taille de ces entreprises est également significativement inférieure à celle des entreprises au capital diffus.

Tableau 3 - Statistiques descriptives en fonction de la structure de propriété des entreprises

Ce tableau représente les moyennes, les écart-types sont entre parenthèses.

	Entreprises au capital diffus N = 37	Entreprises contrôlées par le CEO N = 41	Entreprises contrôlées par autres N = 54
<i>Rémunération du CEO (en K€)</i>			
REMU1	1 428 (834)	600 (689)	848 (1 054)
REMU2	1 761 (1 302)	977 (2 112)	995 (1 340)
REMU3	999 (1 088)	615 (1 941)	489 (910)
<i>Variables de gouvernance</i>			
CA.IND	56,66 (17,76)	26,71 (20,51)	36,66 (18,89)
%CEO	1,21 (3,50)	63,61 (20,29)	0,64 (3,67)
%PRINC	7,10 (5,10)	3,06 (6,94)	48,85 (21,42)
%INSTI	4,41 (7,29)	1,36 (3,91)	10,30 (18,71)
% avec comité de rémunération	86,5	31,7	79,6
% avec structure duale	37,8	22,0	50
<i>Variable de contrôle</i>			
CAPITALIS. (en M€)	12 571 (26 660)	2 285 (6 231)	3 684 (7 070)
M.BOOK	2,36 (1,92)	3,41 (4,16)	2,98 (2,33)
ROA	5,72 (5,49)	10,98 (5,02)	10,10 (6,23)
RETURN	16,98 (30,14)	34,91 (48,22)	29,00 (50,97)

Chacun de ces groupes d'entreprises se caractérise donc par des systèmes de gouvernance spécifiques, et il convient d'examiner dans quelle mesure la relation entre variables de gouvernance et rémunération des dirigeants est influencée par ces différents contextes. Nous proposons donc de tester nos modèles de régression sur chaque sous-échantillon. Nous n'avons toutefois pas testé la variable REM3 pour les entreprises contrôlées par le CEO, dans la mesure où seules 18

des 41 entreprises concernées ont versé une rémunération flexible à leur dirigeant. Les résultats des régressions sont présentés dans le tableau 4. Les variables de structure de propriété ne sont significatives dans aucun des sous-échantillons, ce qui peut s'expliquer par l'homogénéité des groupes concernant ces variables.

Par ailleurs, quelle que soit la structure de propriété dominante, la proportion d'administrateurs indépendants n'apparaît pas affecter la politique de rémunération. Pour les entreprises à capital diffus et celles contrôlées par le CEO, ce résultat confirme l'idée que les dirigeants sont en position de force pour contrer le rôle disciplinaire censé être exercé par les administrateurs indépendants. Mais il est intéressant de constater que même dans les entreprises contrôlées par un actionnaire distinct de la direction, les administrateurs indépendants n'agissent pas pour minimiser la rémunération des dirigeants, ou pour accroître leur part de rémunération variable basée sur la performance.

La structure duale est, quant à elle, associée à une moindre rémunération dans les entreprises contrôlées, en particulier dans les entreprises contrôlées par un actionnaire distinct du CEO. Ce sont d'ailleurs dans ces entreprises que la structure duale s'avère la plus fréquente. Ainsi, le fait de séparer les fonctions de président et de directeur agirait bien comme un mécanisme modérateur du niveau de rémunération du dirigeant, impliquant un conseil certainement plus puissant pour contrer les exigences des dirigeants. Toutefois, cette conclusion est à nuancer par l'idée qu'en cumulant les fonctions de directeur et de président, le CEO se trouve confronté à des responsabilités élargies qui peuvent justifier un salaire plus élevé. Il est d'ailleurs à noter que la séparation des fonctions implique une moindre part de rémunération flexible octroyée au dirigeant, contrairement à nos hypothèses.

En ce qui concerne le comité de rémunération, nos résultats mettent en évidence que son rôle est très différent selon le type d'entreprises. Dans les entreprises au capital diffus, le comité joue un rôle effectif pour modérer la rémunération, salariale comme globale. Ainsi, si le dirigeant reste en position de force par rapport au conseil, le comité de rémunération apparaît comme essentiel pour contrôler le niveau de rémunération, sans toutefois favoriser une part de rémunération flexible plus importante pour inciter les dirigeants. En revanche, dans les sociétés contrôlées par le CEO, l'existence d'un comité de rémunération est associée à un niveau de rémunération salariale et globale plus élevé. Ce résultat permet de valider l'hypothèse du pouvoir

managérial. Actionnaire majoritaire, et souvent président du conseil, le CEO pourrait plus facilement se voir accorder une rémunération avantageuse, en contrôlant notamment les informations qu'il met à la disposition des membres du comité. Ainsi, dans ce type d'entreprise, le dirigeant disposerait du pouvoir nécessaire pour neutraliser le rôle disciplinaire des administrateurs indépendants et mettre en place des comités de rémunération dont les membres servent ses intérêts. Ce résultat tend à confirmer le caractère symbolique de la mise en place de dispositifs de bonne gouvernance, telle que la création de comités spécialisés (Magnan et *al.* 2000). Ainsi la création de comités de rémunération pourrait répondre à des pressions mimétiques (observation des structures adoptées par d'autres firmes médiatisées) s'exerçant sur les entreprises contrôlées par le CEO. Ces comités permettraient de légitimer plutôt que de contrôler la politique de rémunération des dirigeants. Cette interprétation s'avère congruente avec les résultats de Pochet et Yeo (2004) selon lesquels les comités spécialisés ne seraient pas institués pour limiter la latitude managériale mais pour satisfaire de manière formelle aux exigences des codes de bonnes pratiques de gouvernance.

Dans les entreprises contrôlées par un actionnaire distinct du CEO, nos hypothèses laissaient supposer que l'existence de cet actionnaire principal permettrait de renforcer le pouvoir des organes disciplinaires pour limiter les avantages octroyés aux dirigeants et favoriser une politique de rémunération basée sur la performance. Nous observons toutefois que l'existence d'un comité de rémunération, pas plus que la proportion d'administrateurs indépendants, n'a d'incidence sur la politique de rémunération. Ce résultat semble illustrer un effet de substitution entre mécanismes de gouvernance. En présence d'un actionnaire de contrôle externe, le conseil est suffisamment puissant pour exercer une pression sur la rémunération des dirigeants, sans nécessiter l'intervention discriminante d'administrateurs indépendants ou de comités spécialisés. A l'inverse, dans les entreprises à capital diffus où les actionnaires ne disposent pas du pouvoir suffisant pour influencer les décisions du conseil, la création d'un comité apparaît comme un véritable contre-pouvoir, jouant un rôle discriminant sur le niveau de rémunération des dirigeants.

En ce qui concerne les variables de contrôle, la taille a une incidence positive et significative dans l'ensemble des régressions. Cependant, de manière contre intuitive, la rémunération des dirigeants est négativement associée à la performance boursière dans les entreprises

au capital diffus. Ce constat gagne à être mis en regard des observations de Manière (2007), qui souligne que de nouvelles options sont souvent réattribuées lorsque le cours de bourse s'est dégradé. Il rappelle qu'au cours de la dernière décennie, la plupart des dirigeants français ont vu leur rémunération croître chaque année, quelle que soit l'évolution de la performance. De plus, la rémunération des dirigeants est négativement associée à la performance opérationnelle dans les entreprises contrôlées par le CEO. Cette relation négative permet d'illustrer la déconnexion entre rémunération et performance lorsque le CEO a le pouvoir d'imposer ses intérêts aux administrateurs.

Tableau 4 – Régressions linéaires testant la relation entre rémunération des dirigeants et caractéristiques des mécanismes de gouvernance selon le type de contrôle de l'entreprise

%CEO = pourcentage de droits de vote du CEO ; %PRINC = pourcentage de droits de vote du principal actionnaire non exécutif ; %INSTI = pourcentage de droits de vote des investisseurs institutionnels détenant plus de 5% des droits de vote ; CA.IND = pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil ; DUAL = 1 si les fonctions de Président du conseil et de Directeur général sont séparées, et de 0 dans le cas contraire ; COMITE = 1 si l'entreprise dispose d'un comité de rémunération, 0 sinon ; LNCAPI = logarithme de la capitalisation de l'entreprise ; M.BOOK = market to book ratio ; ROA = rentabilité économique, RETURN = rentabilité boursière.

	Entreprises au capital diffus			Entreprises contrôlées par le CEO		Entreprises contrôlées par autres		
	LNREM1 N=37	LNREM2 N=37	LNREM3 N=33	LNREM1 N = 41	LNREM2 N = 41	LNREM1 N = 54	LNREM2 N = 54	LNREM3 N=48
	Beta <i>t-value</i>	Beta <i>t-value</i>	Beta <i>t-value</i>	Beta <i>t-value</i>	Beta <i>t-value</i>	Beta <i>t-value</i>	Beta <i>t-value</i>	Beta <i>t-value</i>
Intercept	9,822 <i>16,053***</i>	9,449 <i>13,387***</i>	4,839 <i>3,522***</i>	10,106 <i>7,393***</i>	6,850 <i>4,573***</i>	7,927 <i>5,924***</i>	7,168 <i>4,981</i>	4,870 <i>1,952</i>
%CEO	0,012 <i>0,561</i>	0,001 <i>0,028</i>	-0,039 <i>-0,748</i>	0,003 <i>0,463</i>	0,004 <i>0,600</i>	-0,004 <i>-0,139</i>	-0,003 <i>-0,086</i>	0,004 <i>0,076</i>
%PRINC	0,007 <i>0,499</i>	0,008 <i>0,489</i>	-0,012 <i>-0,389</i>	0,018 <i>1,095</i>	0,003 <i>0,150</i>	0,001 <i>0,110</i>	0,003 <i>0,538</i>	0,005 <i>0,438</i>
%INSTI	0,015 <i>1,486</i>	0,008 <i>0,693</i>	0,030 <i>1,099</i>	-0,010 <i>-0,300</i>	-0,007 <i>-0,189</i>	0,003 <i>0,508</i>	0,003 <i>0,441</i>	-0,006 <i>-0,569</i>
CA.IND	0,000 <i>-0,034</i>	0,000 <i>0,034</i>	-0,007 <i>-0,724</i>	0,010 <i>1,603</i>	0,006 <i>0,940</i>	0,007 <i>1,168</i>	0,009 <i>1,357</i>	0,014 <i>1,349</i>
DUAL	0,074 <i>0,479</i>	-0,072 <i>-0,405</i>	0,265 <i>0,807</i>	-4,481 <i>-1,736*</i>	-0,222 <i>-0,731</i>	-0,450 <i>-2,048**</i>	-0,543 <i>-2,302**</i>	-0,954 <i>-2,341**</i>
COMITE	-0,452 <i>-1,828*</i>	-0,580 <i>-2,030*</i>	-0,357 <i>-0,602</i>	1,211 <i>3,340***</i>	1,023 <i>2,575**</i>	0,068 <i>0,258</i>	0,036 <i>0,126</i>	-0,338 <i>-0,651</i>
LNCAPI	0,306 <i>7,140***</i>	0,355 <i>7,166***</i>	0,610 <i>6,417***</i>	0,201 <i>1,970*</i>	0,449 <i>4,009***</i>	0,367 <i>4,246***</i>	0,417 <i>4,483***</i>	0,513 <i>3,234***</i>
M.BOOK	-0,029 <i>-0,840</i>	-0,047 <i>-1,183</i>	-0,012 <i>-0,161</i>	0,020 <i>0,718</i>	0,021 <i>0,667</i>	-0,052 <i>-0,931</i>	-0,045 <i>-0,748</i>	-0,022 <i>-0,211</i>
ROA	0,006 <i>0,431</i>	0,012 <i>0,732</i>	0,017 <i>0,592</i>	-0,083 <i>-3,386***</i>	-0,071 <i>-2,633**</i>	0,017 <i>0,851</i>	0,019 <i>0,861</i>	0,028 <i>0,767</i>
RETURN	-0,008 <i>-3,055***</i>	-0,010 <i>-3,320***</i>	-0,008 <i>-1,535</i>	0,002 <i>0,826</i>	0,001 <i>0,447</i>	0,000 <i>-0,081</i>	0,000 <i>-0,278</i>	-0,002 <i>-0,276</i>
F-statistic	9,180***	9,885***	6,380***	7,301***	8,376***	3,394***	3,656***	2,416**
Adjusted R ²	0,694	0,712	0,627	0,612	0,648	0,311	0,334	0,231

*** significatif au seuil de 1% ; ** significatif au seuil de 5% ; * significatif au seuil de 10%

CONCLUSION

Dans ce travail, nous analysons les déterminants de la rémunération des dirigeants, en nous attachant en particulier à l'incidence des mécanismes de gouvernance en place dans l'entreprise sur les niveaux de rémunération, à la fois salariale, flexible et globale, des dirigeants français.

En inscrivant notre réflexion dans le cadre théorique de l'agence, nous supposons que la mise en place de mécanismes de gouvernance permettrait de limiter le niveau de rémunération – et notamment l'ampleur de la part flexible – octroyé aux dirigeants de l'entreprise.

Contrairement à nos attentes, les résultats montrent que la structure de propriété n'a pas d'impact sur la rémunération des dirigeants, invalidant ainsi les trois premières hypothèses. Concernant l'influence des caractéristiques des organes de contrôle, le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil n'exerce pas non plus d'influence significative, réfutant la quatrième hypothèse. Quant à la séparation des fonctions de surveillance et de direction, elle n'a une incidence négative sur la rémunération du dirigeant qu'au sein des sociétés contrôlées (validation partielle de l'hypothèse 5).

Seule l'existence d'un comité de rémunération a une influence significative sur la politique de rémunération. Le rôle de cet organe de contrôle apparaît toutefois étroitement lié à la structure de propriété qui caractérise l'entreprise, illustrant la relation privilégiée qui existe entre les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires. Le rôle disciplinaire joué par ce comité dans les entreprises non contrôlées tend à confirmer la puissance explicative de la théorie de l'agence lorsqu'elle s'exerce sur les grandes entreprises à capital diffus. En revanche, l'observation d'un lien positif entre la présence d'un comité de rémunération et le niveau de rémunération du dirigeant dans les seules entreprises contrôlées par le CEO donne crédit à la théorie du pouvoir managérial, cadre conceptuel particulièrement adapté aux firmes d'Europe continentale généralement caractérisées par une taille réduite et un actionnariat familial, au sein duquel le dirigeant a souvent un poids prépondérant. Ce résultat pose également la question du rôle symbolique que peut revêtir la création d'un comité dans certaines sociétés en quête de légitimité dans un environnement plus attentif aux pratiques de bonne gouvernance.

Nos résultats mettent par ailleurs en évidence que la performance de l'entreprise n'est pas positivement liée au niveau de rémunération, ce qui peut apparaître surprenant, mais en cohérence avec de nombreuses études antérieures (Tosi et *al.* 2000).

Enfin, nos résultats confirment l'importance jouée par la taille de l'entreprise pour expliquer les variations de salaires parmi les dirigeants des entreprises cotées. La prise en considération de cet effet taille peut constituer une première limite à notre travail, dans la mesure où les grandes entreprises sont plus susceptibles de nommer des administrateurs indépendants et de créer des comités spécialisés. L'utilisation de données sur la seule année 2005 limite les analyses de sensibilité possibles. Si la prise en compte de sous-échantillons, isolant notamment les plus grandes entreprises à capital diffus, permet de contrôler partiellement cet effet taille, la taille restreinte de ces sous-échantillons constitue une réelle limite à cette étude. À l'avenir, une étude longitudinale serait susceptible d'enrichir et de conforter nos résultats.

Une autre limite demeure dans l'utilisation d'un cadre théorique classique pour éclairer la rémunération des dirigeants. St-Onge et Magnan (2008) insistent particulièrement sur les limites – voire les dangers – de l'usage de la théorie de l'agence comme support de compréhension du comportement des dirigeants. La perspective politique, empruntée par St-Onge et *al.* (2001) dans le contexte canadien, permettrait sans doute de mieux intégrer les apports des cadres théoriques du pouvoir managérial (Bebchuk et Fried 2006 ; Conyon 2006) et des comparaisons sociales (Malette et *al.* 1995). Ils occasionneraient la prise en compte des variables complémentaires, comme par exemple la rémunération accordée aux membres des conseils d'administration par leur principal employeur, ou encore les similitudes entre les caractéristiques sociodémographiques des administrateurs et des dirigeants.

Enfin, la mise en exergue d'une influence contradictoire, selon le type de contrôle actionnarial, du comité de rémunération sur les émoluments des dirigeants, invite à la réalisation d'études complémentaires sur le rôle joué par ce comité.

BIBLIOGRAPHIE

- Albouy M. (2004), « Rémunération des dirigeants et performance boursière », *Analyse Financière*, n°10, Janvier, p.42-44.
- Agrawal A. et Mandelker G. (1992), « Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance », *Managerial and Decisions Economics*, vol. 13, n°1, p.15-22.
- Alcouffe C. (2007), « Fondements et pratiques de la rémunération des dirigeants en France », *Problèmes Economiques*, n°2936, Décembre, p.5-11.
- Alcouffe A. et Alcouffe C. (1997), « Control and Executive Compensation in Large French Companies », *Journal of Law and Society*, vol.24, n°1, p.85-103.
- Arcimoles C.H. et Le Maux J. (2007), « La légitimité contestée des niveaux de rémunération : PDG versus équipe dirigeante », *Problèmes Economiques*, n°2936, Décembre, p.12-17.
- Barkema H.G. et Gomez-Mejia L.R. (1998), « Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 2, p.135-145.
- Basu S., Hwang L.S., Mitsudome T. et Weintrop J. (2007), « Corporate Governance, Top Executive Compensation and Firm Performance in Japan », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.15, n°1, p.56-79.
- Bebchuk L.A. et Fried J.M. (2006), « Pay without Performance: Overview of The Issues », *Academy of Management Perspectives*, vol.20, n°1, p.5-24.
- Bonazza P. (2008), *Les patrons sont-ils trop payés ?*, Larousse, coll. A vrai dire.
- Bouton D. (2002), « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », *Rapport du groupe de travail*, Medef.
- Charreaux G. (1999), « La théorie positive de l'agence, lecture et relectures », in G. Koenig (coord.), *Des nouvelles théories pour gérer l'entreprise du 21^e siècle*, Economica, p.61-141.
- Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n°127, 4^e trimestre, p. 6-17.
- Conyon M.J. (2006), « Executive Compensation and Incentives », *Academy of Management Perspectives*, vol.20, n°1, p.25-44.

- Conyon M.J. et Peck S.I. (1998), « Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 2, p.146-157.
- Cordeiro J.J. et Veliyah R. (2003), « Beyond Pay for Performance : A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation », *American Business Review*, vol. 21, n°1, p.56-66.
- Core J.E., Holthausen R.W. et Larcker D.F. (1999), « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n°3, p.371-406.
- Craighead J.A., Magnan M. et Thorne L. (2004), « The Impact of Mandated Disclosure on Performance-Based CEO Compensation », *Contemporary Accounting Research*, vol.21, n°2, p.369-398.
- Cyert R.M., Kang S.H. et Kumar P. (2002), « Corporate Governance, Takeovers, and Top-management Compensation: Theory and Evidence », *Management Science*, vol. 48, n° 4, p.453-469.
- David P., Kochhar R. et Levitas E. (1998), « The Effect of Institutional Investors on the Level and mix of CEO Compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 2, p.200-208.
- Desbrières P., St Onge S. et Magnan M. (2000), « Les plans d'option sur actions : théorie et pratique », in J.M. Peretti et P. Roussel (coord.), *Les Rémunérations, politiques et pratiques pour les années 2000*, Vuibert, p.135-160.
- Fama E. et Jensen M. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n°2, p.301-326.
- Festinger L. (1954), « A Theory of Social Comparison Processes », *Human Relations*, vol.7, n°2, p.117-140.
- Firth M., Fung P.M.Y. et Rui O.M. (2007), « How Ownership and Corporate Governance Influence Chief Executive Pay in China's Listed Firms », *Journal of Business Research*, vol. 60, n°7, p.776-785.
- Godard L. et Schatt A., (2005), « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux », *Revue Française de Gestion*, vol.31, n° 158, p.69-88.
- Hartzell J.C. et Starks L.T. (2003), « Institutional Investors and Executive Compensation », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, p.2351-2374.

- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, p.305-360.
- Jensen M. et Murphy K. (1990), « Performance Pay and Top-management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°2, p.225-264.
- Jensen M. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n°3, p.831-880.
- Korn Ferry International (2000), « Gouvernement d'entreprise 2000 – deux visions de la démocratie d'entreprise, la France et l'Allemagne », *Rapport*.
- Lambert R.A., Larcker D.F. et Weigelt K. (1993), « The Structure of Organizational Incentives », *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n°3, p.438-461.
- Magnan M., Roussel P., St-Onge S. et Trepo G. (2000), « La rémunération des dirigeants d'entreprise : débats, enjeux et bilans », in J.M. Peretti et P. Roussel (coord.), *Les Rémunérations, politiques et pratiques pour les années 2000*, Vuibert, p.311-327.
- Main B.G. et Johnston J. (1993), « Remuneration Committees and Corporate Governance », *Accounting and Business Research*, vol. 23, n°91A, p.351-362.
- Manière P. (2007), « Propositions pour « bien » payer les dirigeants », *Problèmes Economiques*, n°2936, Décembre, p.18-24.
- Malette P., Middlemist R.D. et Hopkins (1995), « Social, Political and Economic Determinants of Chief Executive Compensation », *Journal of Managerial Issues*, vol. 7, n°3, p.253-276.
- Montgomery D. et Peck E. (1982), *Introduction to Linear Regression Analysis*, John Wiley & Sons.
- O'Reilly C.A., Main B.G. et Crystal G.S. (1988), « CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of two Theories », *Administrative Science Quarterly*, vol.33, n°2, p.257-274.
- Ozkan N. (2007), « Do Corporate Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 17, n°5, p.349-364.

- Piot C. (2006), « Les déterminants de l'existence et de l'indépendance managériale des comités de rémunération et de sélection en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p.159-185.
- Pochet C. et Yeo H. (2004), « Les comités spécialisés des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques ? », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 10, n° 2, p.31-54.
- Point S. et Tyson S. (2006), « Top Pay across Europe : Codes, Convergence and Cliches », *International Journal of Human Resource Management*, vol. 17, n° 5, p.812-830.
- Proxinvest (2006), « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *Rapport*, Novembre.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1989), « Management Entrenchment: The Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n°1, p.123-139.
- Smith C.W. et Watts L.R. (1992), « The Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n°3, p.263-292.
- St-Onge S. et Magnan M. (2008), « La rémunération des dirigeants : mythes et recommandations », *Gestion*, vol.33, n°3, p.25-40.
- St-Onge S., Magnan M. et Calloc'h Y. (2001), « Conseils d'administration et rémunération des dirigeants d'entreprise au Canada : une perspective politique », *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, vol.18, n°2, p.57-76.
- Tosi H.L., Werner S., Katz J.P. et Gomez-Mejia L.R. (2000), « How much does Performance matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies », *Journal of Management*, vol.26, n° 2, p.301-339.
- Trepo G. et Roussel P. (1999), « Performance des grands groupes et stratégies de rétribution des dirigeants », *Cahier de recherche de HEC Paris*, n°665.
- Vafeas N. (2003), « Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation », *Financial Management*, vol. 32, n° 2, p.53-70.
- Vienot M. (1995), « Le conseil d'administration des sociétés cotées », CNPF-Afep.
- Vienot M. (1999), « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise », MEDEF-Afep.

Westphal J.D. et Zajac E.J. (1995), « Who Shall Govern? CEO: Board Power Demographic Similarity, and new Director Selection », *Administrative Science Quarterly*, vol.40, n°1, p.60-83.

Wirtz P. (2007), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, La Découverte, coll. Repères.

ANNEXE – Matrice de corrélations des variables explicatives

Variables	LnRem1	LnRem2	LnRem3	%CEO	%PRINC	%INSTI	CA.IND	DUAL	COMITE	LNCAPI	M.BOOK	ROA	RETURN
LnRem1	1,000												
LnRem2	0,971***	1,000											
LnRem3	0,894***	0,955***	1,000										
%CEO	-0,389***	-0,339***	0,039	1,000									
%PRINC	-0,065	-0,073	-0,347***	-0,498***	1,000								
%INSTI	-0,019	-0,052	-0,260***	-0,237***	0,229**	1,000							
CA.IND	0,500***	0,481***	0,350***	-0,380***	-0,135	-0,019	1,000						
DUAL	0,027	0,015	-0,194	-0,221***	0,222***	0,178**	0,163	1,000					
COMITE	0,502***	0,493***	0,243**	-0,538***	0,213**	0,002	0,398***	0,055	1,000				
LNCAPI	0,684***	0,727***	0,658***	-0,302***	-0,064	-0,135	0,444***	0,054	0,475***	1,000			
M.BOOK	-0,193**	-0,174**	-0,070	0,052	-0,011	-0,085	-0,205**	-0,012	-0,069	-0,048	1,000		
ROA	-0,243***	-0,206**	-0,065	0,182**	0,112	0,066	-0,240***	-0,018	-0,107	-0,054	0,347***	1,000	
RETURN	-0,246***	-0,255***	-0,238**	0,120	0,060	0,114	-0,140	-0,025	-0,217**	-0,175**	0,110	0,302***	1,000

*** significatif au seuil de 1% ; ** significatif au seuil de 5%.

Les coefficients sont calculés sur l'échantillon total de 132 entreprises, à l'exception des coefficients relatifs à la variable LnRem3 qui portent sur 99 entreprises seulement.