



RÉMUNÉRATION ET RESPONSABILITÉ DES DIRIGEANTS

PATRICIA CHARLÉTY*

Depuis l'application de la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) en mai 2001, les entreprises françaises ont l'obligation de publier les rémunérations de l'ensemble des mandataires sociaux dans le rapport annuel préparé en vue de l'assemblée générale. Cette obligation ne se limite pas aux sociétés cotées, elle concerne toutes les sociétés anonymes et en commandite par actions ; c'est non seulement la rémunération individuelle des directeurs généraux et des administrateurs qui doit être portée à la connaissance des actionnaires, mais également sa composition (salaire de base, primes et bonus, attribution d'actions et de *stock options*). La France a ainsi rejoint, en matière de transparence, le Royaume-Uni et les États-Unis où des informations précises sur la rémunération individuelle des dirigeants des sociétés cotées sont publiques depuis déjà plusieurs années. La loi française va même au-delà des directives européennes qui prévoient, pour l'instant, une obliga-

tion d'information sur la rémunération globale versée aux membres de la direction, des conseils d'administration et de surveillance.

C'est donc dans les rapports annuels pour l'année 2001, publiés durant l'été 2002¹, que les entreprises ont publié, pour la première fois, les rémunérations des dirigeants français. La rémunération la plus élevée a ainsi été attribuée à Lindsay Owen Jones (L'Oréal) avec, au total, 5,55 millions d'euros de salaire fixe, bonus et jetons de présence, suivi de Jean-Marie Messier, ex-PDG de Vivendi Universal, avec 5,12 millions d'euros, et Thierry Desmaret, PDG de TotalFinaElf, avec 3,3 millions d'euros. S'y ajoutent les plans d'action et de *stock options*, plus difficiles à évaluer tant qu'elles n'ont pas été exercées. En 2001, les plus-values réalisées sur les options exercées s'élèvent à 12,95 millions d'euros pour Jean-Marie Messier, 12,43 millions d'euros pour Martin Bouygues (Bouygues) ou encore 8,35 millions d'euros pour Jean-René Fourtou (ex-PDG d'Aventis).

* Professeur d'économie et de finance à l'Essec, conseiller scientifique à la COB.

Ces rémunérations semblent élevées en comparaison avec un salaire moyen en France, ou faibles au regard des rémunérations versées aux dirigeants américains. Le véritable débat se situe à un autre niveau : celui de la pertinence, tant du niveau de la rémunération que de sa composition.

NIVEAU ET COMPOSITION DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

La rémunération des dirigeants comprend généralement quatre éléments : une partie fixe (salaire de base) ; un bonus et/ou prime annuels variables, proportionnels aux résultats comptables ou contingents à la réalisation d'objectifs à court terme ; un intéressement lié aux performances à plus long terme (performances pluriannuelles, attribution d'actions et de *stock options*) ; et des avantages sociaux et en nature. Le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants varient en fonction du pays et du secteur considérés, ainsi qu'en fonction de la taille des entreprises. Au cours de la dernière décennie, tous pays et secteurs confondus, la rémunération des dirigeants a fortement augmenté, et les différences internationales tendent à s'estomper.

Comparaisons internationales

Le graphique 1, extrait des statistiques publiées par la société Towers Perrin² pour l'année 2001, illustre néanmoins la présence de fortes disparités entre certains pays.

Il confirme que la rémunération des dirigeants américains est, pour des entreprises similaires, beaucoup plus élevée aux États-Unis que partout ailleurs. En particulier, un PDG américain gagne près de quatre fois plus que son homologue français. La structure de la rémunération est également très différente, avec une part beaucoup plus importante revenant à l'intéressement à long terme essentiellement composé de *stock options*. Au sein de l'Europe continentale, le niveau comme la structure de rémunération se rapprochent : les situations d'un PDG français, allemand ou italien sont comparables. Globalement, l'étude de Towers Perrin mentionne une tendance à la convergence des niveaux comme des politiques de rémunération.

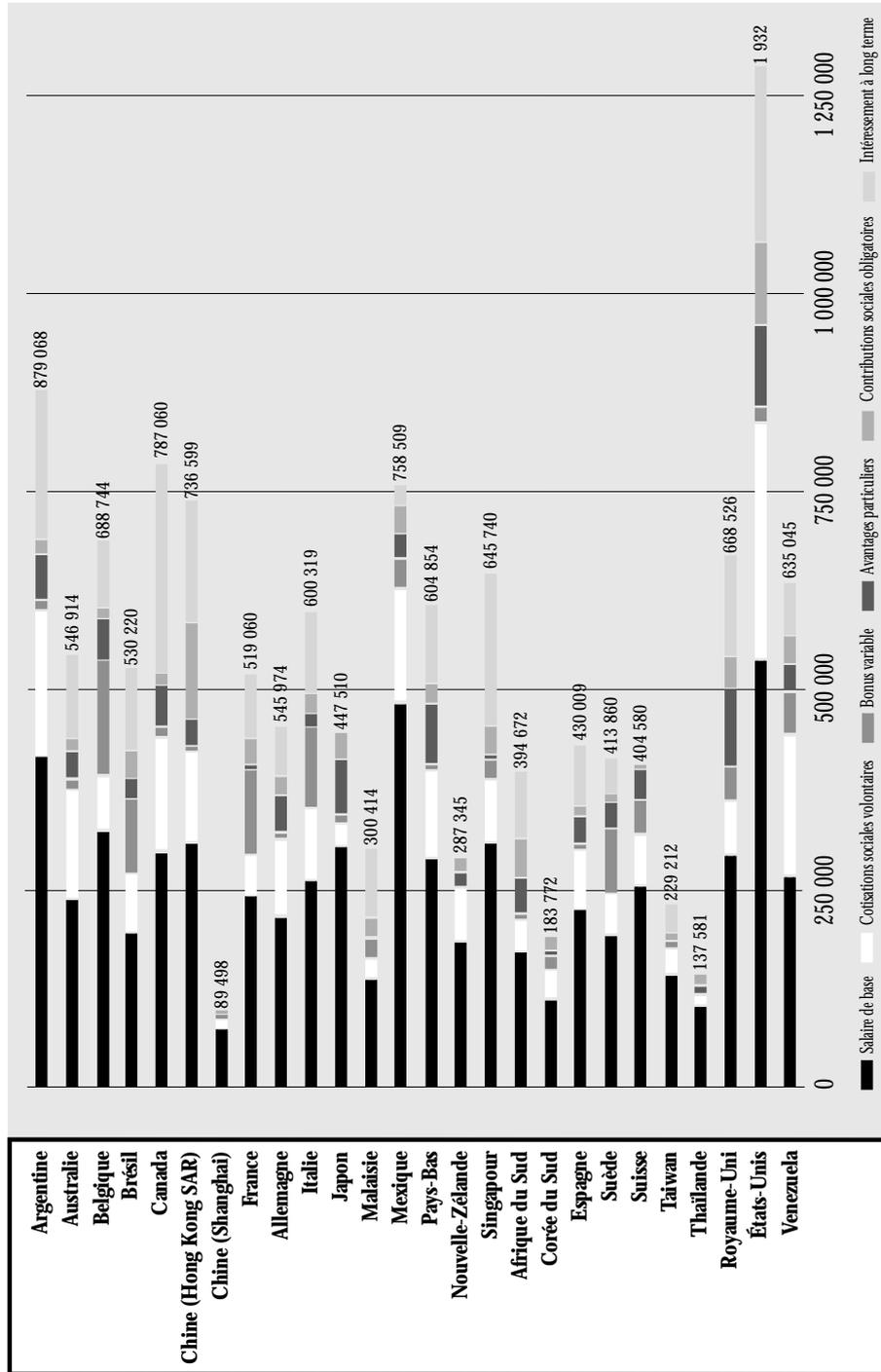
Influence de la taille de l'entreprise

Les graphiques 2 et 3 montrent que la rémunération médiane des PDG des plus grandes entreprises du S&P 500 représente près du double de celle des plus petites entreprises du S&P 500, quelle que soit l'année considérée (la taille de l'entreprise étant mesurée par son chiffre d'affaires).

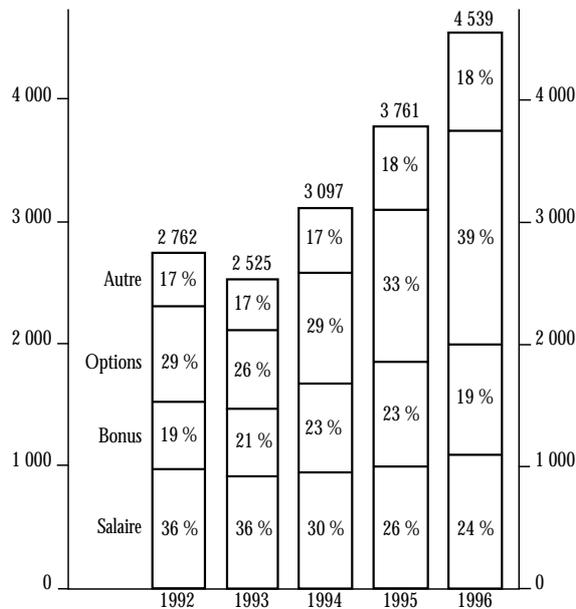
L'augmentation du niveau de rémunération avec la taille est un constat bien établi. Des études menées dans d'autres pays que les États-Unis (Japon, Allemagne et Canada) confirment la présence d'un effet-taille important avec une élasticité estimée de 0,25 ; en d'autres termes, la rémunération croît de 2,5 % pour une augmentation de 10 % de la taille de l'entreprise.



Graphique 1
Rémunération totale annuelle et structure de la rémunération des PDG (en \$US)

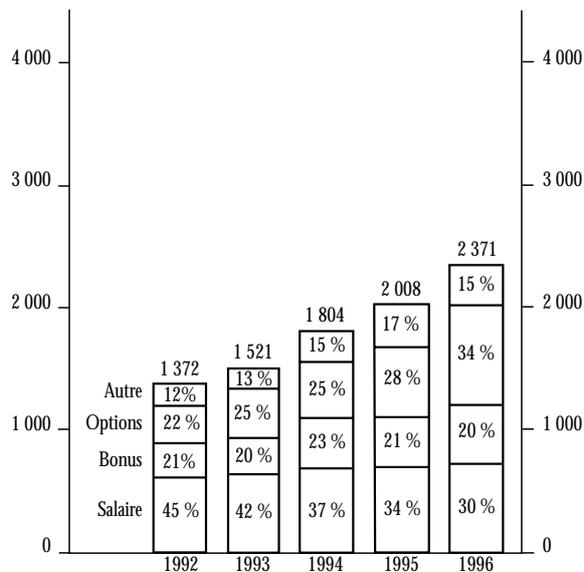


Graphique 2
Total et structure de la rémunération mensuelle médiane
des PDG des plus petites entreprises du S&P 500 (États-Unis, en \$US)



Source : Murphy 1999.

Graphique 3
Total et structure de la rémunération mensuelle médiane
des PDG des plus grandes entreprises du S&P 500 (États-Unis, en \$US)



Source : Murphy 1999.



Comparaisons intersectorielles

Les graphiques 4, 5 et 6 révèlent la présence de fortes disparités d'un secteur à l'autre : la rémunération des PDG est trois fois plus élevée dans le secteur financier que dans les *utilities* qui correspondent, en pratique, à nos services publics (distribution du gaz, de l'eau, de l'électricité) ; surtout, la part fixe de la rémunération y est deux fois plus faible et représente seulement 21 % du total contre 40 % dans les *utilities* en 1996. La rémunération des dirigeants du secteur minier et manufacturier se situe à un niveau intermédiaire, tant du point de vue de la rémunération totale que de la part qui revient au salaire fixe (27 %).

OBJECTIFS ET EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION

Les principaux objectifs de la politique de rémunération des dirigeants sont, en premier lieu, de les inciter à améliorer les résultats de l'entreprise et, en second lieu, d'attirer et garder les meilleurs éléments. Le deuxième point permet d'expliquer la tendance à la convergence observée dans les pratiques de rémunération dans différents pays dont les entreprises sont aujourd'hui davantage en concurrence sur le marché du travail pour les dirigeants. Nous revenons dans ce qui suit sur le premier point, afin de mieux comprendre les variations constatées de niveau et de structure de rémunération selon la taille et le secteur.

Explication des différences observées

Différents arguments peuvent être avancés pour expliquer le niveau élevé des rémunérations des dirigeants ainsi que leurs différentes composantes :

- la productivité des dirigeants est d'autant plus élevée que l'entreprise est grande, par effet cumulatif (leurs décisions affectent la productivité de tous ceux qui se trouvent sous leur contrôle hiérarchique) ; cet argument justifie le salaire fixe croissant avec la taille de l'entreprise et le niveau hiérarchique ;

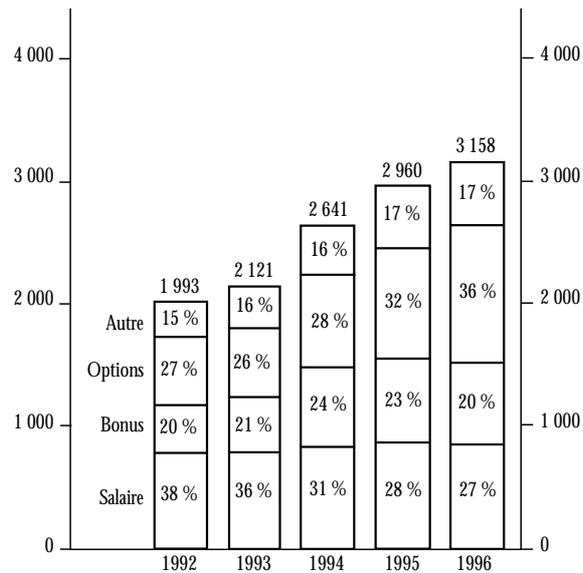
- de plus, une rémunération élevée au sommet stimule les cadres non dirigeants à la recherche d'une promotion ; le nombre d'échelons plus élevé dans les grandes entreprises et la plus faible probabilité d'arriver au sommet expliquent également le niveau élevé de la rémunération des PDG croissant avec la taille de l'entreprise ;

- *a contrario*, la possibilité de promotion étant inexistante au sommet, la rémunération doit être liée en grande partie à la performance, ce qui justifie les différentes composantes de la rémunération : bonus (généralement indexés sur les performances à court terme), actions (l'intérêt des dirigeants est alors directement aligné sur celui de leurs actionnaires), et options ;

- si les cours boursiers incorporent correctement les profits futurs, la rémunération en actions et en options tend à rapprocher l'horizon d'investissement des dirigeants de celui des actionnaires (ce n'est pas le cas des bonus).

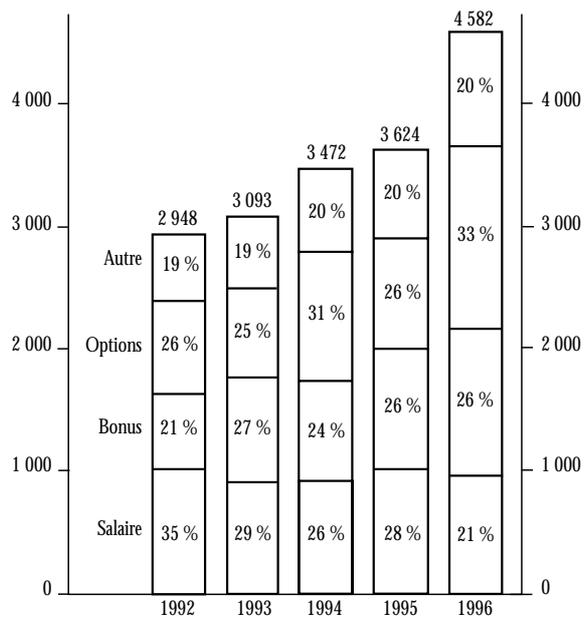
Les options ont comme caractéristique particulière d'inciter à la prise

Graphique 4
Total et structure de la rémunération médiane des PDG aux États-Unis
(entreprises du S&P 500) du secteur minier et manufacturier (en \$US)



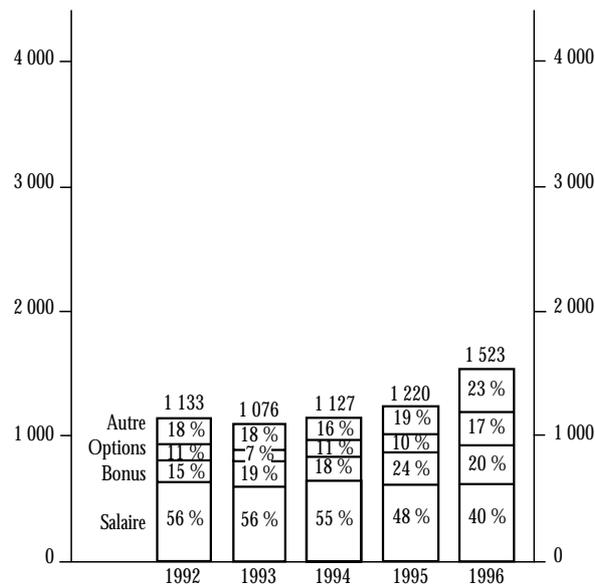
Source : Murphy 1999.

Graphique 5
Total et structure de la rémunération médiane des PDG aux États-Unis
(entreprises du S&P 500) du secteur financier (en \$US)



Source : Murphy 1999.

Graphique 6
Total et structure de la rémunération médiane des PDG aux États-Unis
(entreprises du S&P 500) du secteur des « utilities » (en \$US)



Source : Murphy 1999.

de risques dans la mesure où elles ne sont exercées qu'en cas de valorisation élevée des actions, qui est plus probable quand l'activité est risquée (comme d'ailleurs est plus probable une valorisation très faible des actions, mais c'est sans conséquence puisque l'option ne sera pas exercée dans ce cas).

Cependant, une rémunération en fonction des performances de l'entreprise n'est appropriée que dans la mesure où elle est réellement incitative, puisqu'elle engendre des coûts supplémentaires : le risque associé à une rémunération variable doit être compensé par une prime de risque. Par conséquent, si la variable de performance est très peu informative (volatile), ou si les résultats ne dépendent que faiblement de l'implication des dirigeants et sont essentiellement

liés à des facteurs externes, la part fixe doit être plus importante. Pour les mêmes raisons, il est souhaitable d'enlever, quand c'est possible, toute variation due à des facteurs externes tangibles de manière à « récompenser » le résultat attribuable au dirigeant. Par exemple, les cours évoluent pour des raisons indépendantes de la gestion des entreprises : ils suivent la tendance générale du marché et, à court terme, peuvent être affectés par des phénomènes de « bulles financières ». La réalité de la rémunération ne correspond alors plus à l'objectif poursuivi. Dans une conjoncture favorable, les gains très élevés des dirigeants ne sont pas « mérités » ; au contraire, dans un contexte défavorable, les options peuvent ne jamais être exercées alors même que la gestion a été bonne. La politique de rémunéra-

tion doit donc s'ajuster de façon à ne garder que la performance propre à l'entreprise (en corrigeant le prix d'exercice des options des variations dues au marché par exemple, ou en prenant en compte des mesures de performance relatives à celles de l'ensemble du secteur).

Finalement, par rapport aux actions, le rôle particulier d'incitation à la prise de risques joué par les options est positif si la prise de risques est essentielle, comme c'est le cas dans certains secteurs (l'industrie pétrolière, les secteurs innovants...), et si les dirigeants ont plus d'aversion au risque que les actionnaires comme on le suppose généralement. Dans d'autres cas, elles pourraient, au contraire, conduire à une prise de risques excessive.

Dans le secteur financier, la compétence et l'implication de l'équipe de direction ainsi que la prise de risques jouent probablement un rôle plus important que dans le secteur des *utilities* où le chiffre d'affaires est relativement stable et garanti. Cela explique en partie les différences observées entre ces secteurs, en particulier la faiblesse de la part variable dans des secteurs comme la distribution de gaz ou d'électricité.

Efficacité de la politique de rémunération

Le contrat de travail des dirigeants refléterait, d'après les arguments avancés plus haut, la recherche d'une plus grande efficacité. Qu'en est-il en pratique ?

En 1990, Jensen et Murphy mettaient en doute le caractère réelle-

ment incitatif de la rémunération des dirigeants, l'augmentation de 3,25 dollars pour 1 000 dollars de variation de la valeur des actions leur paraissant relativement faible. Depuis cet article célèbre, plusieurs études sont venues nuancer ces résultats. Par exemple, Hall et Liebman, en 1998, concluent à une variation de la rémunération des dirigeants de 25 dollars (toujours pour 1 000 dollars d'augmentation de la richesse des actionnaires) sur des données plus récentes (1980-1994). D'autres auteurs montrent que, conformément à la théorie, la partie fixe de la rémunération est plus élevée quand l'indicateur de performance est moins fiable³. De plus, les marchés financiers réagissent favorablement à l'annonce de la mise en place de politiques de rémunération incitatives (+ 2,4 % en moyenne selon les études de Yermack en 1997 ou de Yeo, Chen, Ho et Lee en 1999).

QUESTIONS EN SUSPENS ET HYPOTHÈSE DE LA « CAPTURE » PAR LES DIRIGEANTS

Toutefois, de nombreux auteurs constatent que les mesures de performance qui conditionnent la rémunération des dirigeants sont relativement rarement corrigées des variations générales qui affectent les marchés. Dans le cas des options qui sont utilisées dans plus de la moitié des entreprises cotées en France⁴, le prix d'exercice est le plus souvent fixé au moment de l'attribution. De plus, dans huit cas sur dix,



le conseil d'administration consent un rabais, c'est-à-dire un prix d'exercice inférieur dès le départ au cours de Bourse (ce rabais est de 5 % pour 60 % des entreprises, et peut atteindre 20 %). Par ailleurs, l'attribution d'options vient plus compléter la rémunération fixe que s'y substituer, et il n'est pas rare que les montants (salaire et part variable)⁵ perçus par les dirigeants augmentent de façon substantielle alors même que les résultats sont médiocres.

Enfin, selon l'argument développé plus haut, la rémunération en titres de l'entreprise tend à aligner l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires et, en particulier, à rapprocher leurs horizons d'investissement. Cet argument peut être retourné lorsque toute l'information pertinente ne peut être transmise au marché. Afin d'exercer plus rapidement l'option mais dans de bonnes conditions, les dirigeants peuvent être tentés de favoriser des projets de court terme, pour lesquels la communication est plus facile et la transmission de l'information dans les cours plus immédiate, aux dépens de projets de long terme (améliorer les résultats en abaissant les frais de recherche, par exemple).

Pour les mêmes raisons, la possession d'actions et d'options peut conduire les dirigeants à retarder la révélation des situations délicates qui seront alors d'autant moins bien traitées. Pis encore, la détention d'options incite les dirigeants à prendre des risques excessifs dans de telles conditions car ils savent qu'elles n'auront bientôt aucune valeur si rien n'est tenté, précipitant alors les entreprises vers la faillite. L'affaire Enron en fournit évidemment une illustration, et ce n'est pas un cas

isolé. Dans un article daté du 31 juillet 2002, le *Financial Times* donne les résultats d'une enquête menée par le journal londonien sur vingt-cinq faillites majeures survenues aux États-Unis depuis janvier 2001. Il révèle que les équipes dirigeantes des entreprises concernées ont construit une fortune personnelle⁶ (3,3 milliards de dollars en tout au cours des années 1999, 2000 et 2001) aux dépens de leurs actionnaires et de leurs salariés en revendant leurs titres avant que les mauvaises nouvelles ne parviennent au marché. Dans la plupart des cas, les gains réalisés proviennent de l'exercice d'options suivi immédiatement de la revente des actions.

La politique de rémunération des dirigeants est-elle le reflet d'un contrat motivant et efficace dû à l'initiative du conseil d'administration représentant les actionnaires, ou de pratiques qui évoluent en partie sous le contrôle d'une classe dirigeante aux intérêts communs ? La réponse à cette question varie d'une entreprise à l'autre, notamment en fonction de la structure de gouvernance. La marge de manœuvre des dirigeants est en pratique plus faible en présence d'un conseil d'administration indépendant, d'un actionnaire important et peu lié à l'équipe de direction, et de menace d'offre publique. À cet égard, une étude de Borokhovich, Brunarski et Parrino, en 1997, montre que les dirigeants d'entreprises protégées par des mesures anti-OPA ont des salaires plus élevés, se voient attribuer davantage de *stock options* et bénéficient plus souvent de « *golden parachutes* ». Le rôle positif des gros actionnaires, en particulier les fonds de pension, est clairement établi

par de nombreuses analyses⁷, la rémunération des dirigeants est plus faible en leur présence.

Dans un article de l'année 2000 intitulé *Agents without Principals*⁸, Bertrand et Mullainathan tentent explicitement de répondre à la question : « Qui fixe la rémunération des PDG ? ». Pour cela, ils examinent l'évolution du contrat des dirigeants à la suite de mesures légales rendant les OPA hostiles plus difficiles. Globalement, ils découvrent que leur salaire augmente, ce qui tend à confirmer l'hypothèse qu'ils fixent eux-mêmes leur rémunération, mais qu'il y a davantage de contrats incitatifs, ce qui va dans le sens de l'hypothèse inverse. Dans un second temps, les auteurs divisent leur échantillon en deux selon la présence ou non d'un gros actionnaire. Ils trouvent alors que c'est dans le premier groupe que les contrats incitatifs sont mis en place, comme si les actionnaires remplaçaient le contrôle exercé par le

marché financier par un autre mécanisme. Dans le deuxième groupe, ils observent une simple augmentation de la rémunération comme si, isolés du marché financier, les dirigeants avaient plus de latitude pour fixer eux-mêmes leur rémunération.

Les différentes analyses effectuées principalement aux États-Unis traduisent la présence de situations très diverses. La politique de rémunération paraît refléter, dans certains cas, la mise en œuvre par le conseil d'administration de contrats incitatifs et efficaces dans l'intérêt des actionnaires. Dans d'autres cas, le conseil d'administration semble « capturé »⁹ par les dirigeants qui contrôlent ainsi en partie leur rémunération. Les mesures de transparence récemment introduites en France permettront de comparer ces résultats aux pratiques adoptées dans notre pays.

NOTES

1. Les données sont reprises de l'article du quotidien *Le Monde*, *Ce que gagnent vraiment les grands patrons*, daté du 17 juillet 2002.
2. Les statistiques proviennent des résultats d'une enquête réalisée par Towers Perrin dans les différents pays, et correspondent à la rémunération moyenne du PDG d'une entreprise industrielle ayant un chiffre d'affaires de 500 millions de dollars environ.
3. Voir, par exemple, Garen 1994, ou Aggarwal et Samwick 1999.
4. Les chiffres cités proviennent d'un document publié par la Dares.
5. Le magazine *l'Expansion* du 10 mai 2001 relève le cas de LVMH dont le conseil d'administration décide de compenser la baisse des cours en 2001 par une augmentation de 40 % des options attribuées au comité exécutif, la hausse des cours dans la période antérieure n'ayant pas fait l'objet de compensations en sens inverse ; ou encore celui de Serge Tchuruk dont la rémunération « a bondi de 29 % (dont 17 % pour la partie fixe), alors que le cours du titre se morfond ».
6. L'enquête concerne en tout 181 dirigeants et 27 administrateurs. Parmi eux, figure Ken Lay, l'ancien PDG d'Enron, dont le gain est évalué à 247 millions de dollars, le gain le plus élevé revenant à Jeff Skilling de Global Crossing avec 512 millions de dollars.

7. Voir, par exemple, l'article de Patricia Charléty dans le Bulletin mensuel de la COB de mars 2001, *Activisme actionnarial : le cas particulier des fonds de pension*.

8. Soit *Mandataires sans mandants*, 2000.

9. Le terme de « capture » est utilisé ici par analogie avec celui de « capture de l'agence » utilisé par les économistes pour désigner les situations où les entreprises parviennent à orienter les décisions des régulateurs qui les contrôlent.

BIBLIOGRAPHIE

AGGARWAL R. et SAMWICK, 1999, *The Other Side of the Trade-Off: the Impact of Risk on Executive Compensation*, *Journal of Political Economy*, 107, pp. 65-105.

BERTRAND et MULLAINATHAN, 2000, *Agents without Principals*, *American Economic Review*, Vol. 90, n° 2, pp. 203-208.

BOROKHOVICH K.-A., BRUNARSKI K.-R. et PARRINO R., 1997, *CEO Contracting and Anti-Takeover Amendments*, *Journal of Finance* 1495, pp. 1503-13.

CHARLÉTY P., 2001, *Fiscalité des stock options, innovation et gouvernement d'entreprise*, *Économie et Statistique*, Vol. 4, n° 344.

CHARLÉTY P., 2001, *Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension*, *Bulletin mensuel de la COB*, n° 355, mars 2001.

CHENG I., 2002, *Barons of Bankruptcy*, *Financial Times*, 12 juillet.

FAGNOT O., 1999, *Les plans d'options sur actions (stock options) : un complément de rétribution adopté par la moitié des entreprises françaises cotées en Bourse*, synthèses de la Dares.

GAREN J., 1994, *Executive Compensation and Principal-Agent Theory*, *Journal of Political Economy*, 102, pp. 1175-1199.

HALL J. et LIEBMAN, 1998, *Are CEO Really Paid like Bureaucrats ?*, *Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 653-691.

JENSEN M., et MURPHY K., 1990, *Performance Pay and Management Incentives*, *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.

MURPHY K., 1999, *Executive Compensation*, *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, Chapitre XXXVIII.

Towers Perrin, 2002, *Worldwide Total Remuneration 2001-2002*.

