

Mecanismes De Gouvernance Et Remuneration Des Dirigeants : Une Exploration Théorique

Abderrahim Chtaoui¹, Fatima-Ezzahra Belfatmi², Mounir Lakhli³

¹Docteur en Economie et Gestion, Université Hassan II, Casablanca Maroc.

²Docteur en Sciences de Gestion, Université Cadi Ayyad - Marrakech

³Doctorant ENCG - Université Hassan I -Settat

Résumé :

Cet article vise à analyser, dans une perspective théorique, l'impact des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la politique de rémunération des dirigeants, en s'appuyant sur le rôle médiateur de la qualité de l'information comptable. Il mobilise les fondements des théories de l'agence et de la gouvernance pour examiner comment les caractéristiques du conseil d'administration – telles que sa taille, la présence d'administrateurs indépendants, ou encore l'existence de comités spécialisés – influencent la fiabilité des états financiers, et, par ricochet, les dispositifs incitatifs mis en place à l'égard des dirigeants. L'analyse met en lumière des effets contrastés : si certains mécanismes favorisent une meilleure transparence et une gouvernance efficace, d'autres, comme la dualité des fonctions exécutives, tendent à nuire à la qualité de l'information comptable. Ce cadre théorique permet d'enrichir la réflexion sur les leviers institutionnels favorables à une politique de rémunération alignée sur la performance réelle de l'entreprise.

Mots-clés: Mécanismes de gouvernance ; Conseil d'administration ; Structure de propriété ; Actionnariat

Absract:

This article aims to theoretically examine the impact of corporate governance mechanisms on executive compensation policies, emphasizing the mediating role of accounting information quality. Drawing on agency theory and corporate governance frameworks, the analysis explores how board characteristics—such as board size, the presence of independent directors, and the establishment of specialized committees—affect the reliability of financial reporting, thereby influencing the incentive structures applied to executives. The study highlights contrasting effects: while certain mechanisms promote greater transparency and effective governance, others—such as CEO duality—tend to undermine accounting quality. This theoretical framework contributes to the ongoing reflection on institutional levers that support compensation policies aligned with the firm's actual performance.

Keywords: governance mechanisms; Board of Directors; Accounting results; Discretionary accruals; Listed companies;

INTRODUCTION :

La rémunération des dirigeants reste l'un des sujets les plus polémiques en matière de gouvernance des entreprises et qui suscite encore des interrogations.

Indemnité de départ de Jean-Marie Messier chez Vivendi, retraite complémentaire de Daniel Bernard chez Carrefour, ou encore, doute sur les conditions d'exercice des stock-options par Noël Forgeard chez EADS... autant de scandales liés aux rémunérations des dirigeants qui ont rythmé le débat public ces dernières années. Toute une série de commentaires justifiant ou condamnant les niveaux atteints de rémunération est alors développée à ces occasions.

Plusieurs travaux sur la rémunération des dirigeants ont été menés dans le contexte américain et européen. La référence théorique adoptée par la plupart de ces travaux est la théorie de l'agence. Selon cette théorie, la politique de rémunération des dirigeants est considérée comme un mécanisme de gouvernance ayant pour rôle de résoudre les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires et d'améliorer la performance de l'entreprise.

Or, les résultats empiriques de ces études ne sont pas convergents, ce qui interdit la mise en évidence d'une relation claire entre rémunération et performance. A cet égard, plusieurs auteurs suggèrent de compléter la théorie de l'agence par d'autres perspectives théoriques.

Dans ce sens, Jensen et Murphy (1990a) proposent une explication de nature politique à l'insensibilité de la rémunération à la performance, à savoir l'acuité de pressions politiques exercées sur la détermination de la rémunération des dirigeants. Il est vrai que l'intervention du législateur a pour objectif de renforcer la transparence en matière de rémunération des dirigeants en diminuant le problème d'asymétrie d'information (Dardour, 2009). Toutefois, cette intervention du législateur a entraîné un affaiblissement de la sensibilité de la rémunération à la performance (Jensen et Murphy, 1990a).

Ce travail a pour finalité d'estimer, au Maroc, la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la création de la valeur actionnariale. Nous adoptons comme ancrage théorique la théorie de l'agence et procédons à la réplique de la recherche de Jensen et Murphy (1990a).

REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHESES

1. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration occupe une place privilégiée parmi l'ensemble des mécanismes de gouvernance (internes ou externes, intentionnels ou non) qui sont censés protéger les intérêts des actionnaires contre l'abus potentiel des dirigeants (Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983 ; Charreaux et Pitou-Belin, 1985, Charreaux, 2000). Selon Fama et Jensen (1983), les conseils d'administration se comportent comme des dispositifs de contrôle qui aident à aligner les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants. Généralement, le conseil d'administration dispose de deux leviers pour faire pression sur la direction : la fixation de la rémunération et la révocation de l'agent (Jensen, 1993). Ces deux leviers permettent au conseil de préserver, de défendre ou de restaurer les intérêts des actionnaires.

La fonction disciplinaire exercée par le conseil d'administration est susceptible d'être influencée par plusieurs variables. En effet, la nature des administrateurs qui le composent ainsi que la dualité appartiennent aux variables qui peuvent influencer le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration.

1.1. La composition du conseil d'administration

Suite aux scandales financiers qui sont survenus pendant les années 1990 en Europe et dans les pays anglo-saxons (Enron, Vivendi Universal...), les conseils d'administration ont été critiqués : ils n'auraient pas été suffisamment vigilants dans la protection des intérêts des actionnaires.

Ces scandales ont amené divers organismes à publier des codes dits de « *bonnes pratiques de gouvernance* »⁵¹. Ces codes s'inscrivent dans une vision disciplinaire de la gouvernance, et considèrent le conseil

d'administration comme l'organe principal de la surveillance des décisions prises et mises en oeuvre par les dirigeants (Wirtz, 2008b).

Parmi les recommandations clés de l'ensemble de ces codes, figure l'indépendance des administrateurs. En effet, la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants a été identifiée comme une mesure visant à améliorer l'efficacité du fonctionnement du conseil.

La notion d'indépendance est apparue en France pour la première fois dans le rapport Viénot de juillet 1995. Selon ce rapport, l'administrateur indépendant peut être défini comme « *une personne qui n'a aucun lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut ainsi être réputée participer en toute objectivité aux travaux du conseil.* » (Rapport Viénot 1995, p.13).

Toutefois, il est important de distinguer un administrateur externe (Fama et Jensen, 1983) d'un administrateur indépendant. En effet, le statut d'externe converge avec un seul critère sur l'ensemble des critères définis par le rapport Bouton à savoir « *ne pas être salarié ou mandataire social de la société* » (Wirtz, 2008a). Donc, un administrateur indépendant peut être qualifié d'externe, mais un administrateur externe n'est pas forcément indépendant.

Il est vrai que les administrateurs internes sont une source importante d'informations spécifiques pour réduire l'asymétrie d'information entre le conseil d'administration et le dirigeant (Fama et Jensen, 1983 ; Raheja, 2005), mais ils sont en mesure de contourner les objectifs à cause de l'absence d'indépendance. Charreaux et Pitol-Belin précisent que l'objectif de la nomination des administrateurs indépendants est « *de fournir au conseil des compétences, un jugement objectif, de constituer un élément régulateur et d'assurer que la performance des dirigeants réponde aux normes habituelles* » (Charreaux et Pitol-Belin, 1992, p.85). L'introduction des administrateurs indépendants apparaît donc indispensable afin de limiter les risques de collusion entre administrateurs et dirigeants (Jensen, 1993 ; Fama et Jensen, 1983). Ainsi, une proportion croissante d'administrateurs indépendants augmente la capacité du conseil à être objectif concernant les prises de décisions, et en particulier celle de la rémunération des dirigeants. Broye et Moulin (2010) suggèrent que les administrateurs indépendants seraient plus vigilants à ce que le niveau de rémunération ne soit pas excessif au regard de la performance de l'entreprise. En effet, les administrateurs indépendants seraient plus motivés à prendre sérieusement leur responsabilité afin de maintenir leur réputation (Fama et Jensen, 1983). Quant aux administrateurs internes, ils ont peu d'intérêt à s'opposer au dirigeant, notamment pour contester un niveau de rémunération jugé excessif. Le dirigeant étant leur patron, ils seront peu enclins à le prendre à rebours (Bebchuk et Fried, 2006). En conclusion, un conseil avec une proportion élevée de membres indépendants devrait avoir un impact positif sur le niveau de contrôle et, par la suite, un pouvoir politique⁵² important dans la détermination des contrats de rémunération. Autrement dit, les administrateurs indépendants seraient moins complaisants au regard des contrats de rémunération des dirigeants (Magan et al., 1999).

Notons enfin que, contrairement, aux principes de la théorie de l'agence, la plupart de ces études se limitent à tester l'impact de la composition du conseil d'administration sur le niveau de rémunération. Il nous semble donc intéressant de vérifier si le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises, mesuré par la sensibilité des rémunérations, est influencé ou non par la présence d'un grand nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration.

Ainsi, en se référant à la théorie de l'agence, la fonction disciplinaire exercée par le conseil d'administration est susceptible d'être plus efficace quand les administrateurs sont considérés indépendants. Par conséquent, nous supposons que les entreprises qui comptent une plus grande proportion

d'administrateurs indépendants attribuent des rémunérations qui sont plus en adéquation avec la performance de l'entreprise.

H1 : La présence d'un grand nombre d'administrateurs indépendants renforce le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance.

1.2. La structure de gouvernance :

Au Maroc, les entreprises ont la possibilité de choisir entre deux structures d'organisation du pouvoir du conseil d'administration. La première est une structure moniste qui réunit la gestion et le contrôle. La deuxième est une structure duale qui sépare ces deux fonctions.

Notons que pour cette structure, on peut distinguer deux cas. Tout d'abord la structure empruntée au droit allemand, dans laquelle les deux fonctions de gestion et de contrôle sont assignées respectivement à un directoire et à un conseil de surveillance. Ensuite, et depuis la loi NRE (2001), la structure dite « *moniste avec séparation des fonctions* » : Président et Directeur général sont deux fonctions dissociées au sein du conseil.

Dans le cadre disciplinaire de la théorie de l'agence, pour que le conseil d'administration soit efficace, il est nécessaire de dissocier les fonctions de contrôle et de direction (Jensen, 1993).

Selon Godard et Schatt (2005), l'adoption d'une structure moniste peut s'avérer risquée pour les actionnaires, dans la mesure où elle favorise la protection du dirigeant en diminuant le niveau de contrôle du conseil. De plus, ce cumul des fonctions peut être à l'origine d'un comportement opportuniste et inefficace de la part du dirigeant qui aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Dans ce sens, des études empiriques ont relevé un effet négatif du cumul des fonctions sur la performance de l'entreprise. Pi et Timme (1993) ont montré que le rendement des actifs (*ROE*) est élevé et les coûts sont faibles dans les entreprises à conseil dual. Baglia et al. (1996) montrent que les firmes qui ont changé de structure (de la structure unitaire vers la structure duale) ont réalisé de meilleures performances à long terme que celles qui ont maintenu la structure moniste. En revanche, Boyd (1994), Brickley et al. (1994) et Godard et Schatt (2000) trouvent que le cumul des fonctions améliore la performance de la firme. Outre la performance de l'entreprise, le cumul des fonctions peut également influencer la rémunération des dirigeants. Selon la théorie de l'agence, si le dirigeant cumule les deux fonctions de contrôle et de direction, il peut disposer de plus d'autorité pour contrôler les décisions prises par le conseil. Ce cumul des fonctions peut favoriser aussi la nomination d'administrateurs prédisposés à servir les intérêts des dirigeants, notamment une rémunération élevée et déconnectée de la performance réalisée.

On s'attend donc à ce que le cumul des fonctions ait un impact négatif sur le niveau de contrôle et, par conséquent, positif sur la rémunération des dirigeants, indépendamment de la performance. Les études qui ont essayé de tester le lien entre la structure du conseil et la rémunération des dirigeants sont nombreuses et présentent des résultats contradictoires.

D'une part, Brickley et al. (1994) ; Morin (1996) ; David et al. (1998) et Cyert et al. (2002) trouvent que les dirigeants des sociétés à conseil dual perçoivent des niveaux de rémunération plus bas par rapport aux dirigeants des sociétés à conseil moniste. D'autre part, Conyon et Leech (1994), Conyon et Peck (1998) et Cordeiro et Veliyath (2004) montrent que la séparation des fonctions n'a aucun impact sur la rémunération des dirigeants. Comme pour la composition du conseil, la plupart de ces études mettent en évidence l'impact de la structure du pouvoir sur le niveau de la rémunération. Or, comme nous l'avons exposé, l'approche de la gouvernance que nous avons adoptée est une vision systémique du dispositif. Ainsi, et en accord avec la théorie de l'agence, nous pouvons nous attendre à ce que la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance soit plus forte dans les entreprises à conseil dual.

H2 : La séparation des fonctions de président du conseil et celle de directeur renforce la sensibilité de la rémunération à la performance.

1.3. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET COMITE DE REMUNERATION

Il s'agit d'un sous-comité du conseil d'administration composé d'un nombre restreint d'administrateurs, qui est chargé de définir les règles de fixation de la rémunération variable et de veiller à la cohérence de ces règles avec l'évaluation annuelle de la performance réalisée par les dirigeants. Ces règles doivent être ensuite validées par le conseil d'administration (Barkema et Gomez-Mejia, 1998).

Notons que la constitution de ces comités n'est pas une obligation, mais qu'elle reste à l'initiative de la société. Toutefois, la pratique atteste que la quasi-totalité des grandes sociétés cotées a instauré le comité de rémunération auprès de leur conseil d'administration. D'après une étude réalisée par Korn Ferry International (2007), les comités de rémunération au sein des sociétés du CAC 40 se sont multipliés ces dernières années : 60 % des sociétés avaient instauré un comité de rémunération en 1996 contre 97,5 % en 2006.

La mise en place d'un comité de rémunération s'accorde avec les prédictions de la théorie de l'agence, qui défend la séparation entre la gestion et le contrôle (Fama et Jensen, 1983). En effet, la présence d'un comité de rémunération est dédiée à la prévention des comportements managériaux opportunistes (Piot, 2006). En son absence, les dirigeants disposent d'une grande latitude managériale pour augmenter eux-mêmes leur rémunération, sans que cela soit conforme aux intérêts des actionnaires (Conyon et Peck, 1998).

La présence du comité de rémunération va donc permettre *a priori* au conseil d'administration de prendre des décisions « éclairées » en matière de rémunération des dirigeants en établissant les indicateurs de performance sur lesquels la partie variable de la rémunération des dirigeants sera fixée.

Plusieurs études ont testé le rôle de cet organe dans le processus de décision de la rémunération des dirigeants. Ces études ont montré des résultats mitigés. D'Arcimoles et Le Maux (2005) confirment que la présence des comités de rémunération dans les 75 sociétés du SBF120 est liée à une rémunération globale moins élevée⁵³. Main et Johnston (1993), Conyon et Peck (1998) et Broye et Moulin (2010) trouvent toutefois que la rémunération des dirigeants est plus élevée dans les entreprises qui disposent d'un comité de rémunération.

Compte tenu des principes de la théorie de l'agence, nous supposons que la présence d'un comité de rémunération sera associée à des rémunérations qui sont davantage liées à la performance de l'entreprise.

H3 : La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance est beaucoup plus importante en cas de présence d'un comité de rémunération.

2. REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET STRUCTURE DE PROPRIETE

Plusieurs travaux théoriques et empiriques ont démontré que la structure de propriété peut constituer un système de contrôle efficace des dirigeants et affecte la stratégie et la performance de l'entreprise.

La plupart de ces recherches ont porté essentiellement sur deux dimensions principales à savoir la concentration du capital et la nature des actionnaires.

Ainsi, d'après Ginglinger (2002), la concentration du capital et la nature des actionnaires sont autant de situations dans lesquelles on peut constater une atténuation ou un déplacement des conflits. Dans ce sens, la structure de propriété peut constituer, lorsque certaines conditions sont présentes (concentration du capital et nature des actionnaires), un facteur déterminant dans l'analyse de la relation entre la

rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise.

2.1.LA CONCENTRATION DU CAPITAL

Selon la théorie de l'agence, la concentration du capital peut être un mécanisme de contrôle efficace des dirigeants (Amihud et Lew, 1981 ; Jensen, 1990 ; Denis et *al.*, 1997). En effet, dans une firme dont le capital est très dispersé, un actionnaire minoritaire n'est pas incité à engager des ressources pour exercer un contrôle sur les dirigeants. En réalité, la principale préoccupation d'un actionnaire individuel est le rendement de ses actions et non pas la gestion ou le contrôle de la firme. À cet égard, seulement 4 % des actionnaires individuels se déplacent pour assister aux assemblées générales des sociétés françaises (Mtianos et Paquerot, 1999). Une telle situation peut entraîner des comportements de « *free-rider* » ou de passager clandestin puisqu'aucun actionnaire n'est incité à s'investir dans le contrôle des dirigeants (Paquerot, 1997). En revanche, un actionnaire possédant une participation significative au sein du capital d'une entreprise a intérêt à assurer lui-même le contrôle de la gestion de la firme puisqu'il s'approprie une partie des gains apportés (Bancel, 1997 ; Alexandre et Paquerot, 2000). Grâce aux droits de vote qu'il détient, un actionnaire majoritaire peut exercer directement son contrôle des dirigeants, ou indirectement en influençant les actionnaires minoritaires afin qu'ils le soutiennent en cas d'opposition avec la direction de l'entreprise.

Ainsi, une concentration élevée du capital entre les mains d'un nombre réduit d'actionnaires permet de contrôler davantage les dirigeants. Le rôle du système d'incitation devient donc de moindre ampleur. Il s'ensuit que la concentration du capital et la rémunération des dirigeants sont théoriquement deux mécanismes substituables.

Empiriquement, de nombreuses études corroborent l'hypothèse selon laquelle un actionnaire majoritaire agit sur la rémunération des dirigeants dans l'intérêt de tous les actionnaires (David et *al.*, 1998 ; Cyert et *al.*, 2002 ; Cordeiro et Veliyath, 2003).

Toutefois, et en se référant à la théorie de l'enracinement, le pouvoir des détenteurs de blocs de contrôle peut être altéré (Bancel, 1997 ; Alexandre et Paquerot, 2000). En effet, ces actionnaires peuvent se retrouver avec un portefeuille moins diversifié que les actionnaires minoritaires⁵⁴, d'où une aversion au risque très importante. Une telle stratégie peut exposer les actionnaires majoritaires aux effets de la stratégie d'enracinement des dirigeants (Alexandre et Paquerot, 2000). En effet, lorsque ces derniers ont construit une forte complémentarité entre les actifs et leur capital humain, les actionnaires majoritaires sont sensibles aux pertes liées à la disparition des rentes managériales en cas de changement du dirigeant.

H5 : Dans la mesure où les actionnaires majoritaires ont le pouvoir de discipliner directement les dirigeants, on peut s'attendre à ce qu'il y ait un besoin moindre de rémunération incitative pour obtenir un alignement des intérêts.

2.2.LA NATURE DE L'ACTIONNARIAT

Selon la théorie de l'agence, la nature des actionnaires peut contraindre efficacement la gestion du dirigeant et par conséquent la détermination de sa rémunération. Certains actionnaires sont supposés être plus efficaces pour exercer de contrôle en raison de leur nature, des caractéristiques qu'ils présentent ainsi que de leur incitation à exercer le contrôle compte tenu de son faible coût et de sa rentabilité.

De nombreuses études ont cherché à mettre en évidence la relation qui peut exister entre la nature des actionnaires et la rémunération des dirigeants. Dans ce point, nous nous focalisons sur trois types d'actionnariat : l'actionnariat des dirigeants, l'actionnariat des institutionnels et l'actionnariat des salariés.

2.2.1. L'actionnariat des dirigeants

La théorie de l'agence a accordé une attention particulière à l'actionnariat du dirigeant en tant que variable importante dans l'explication de la performance.

La détention par le dirigeant d'une part du capital constitue un mécanisme pour l'inciter à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires (Berle et Means, 1932 ; Cole et Mehran, 1998). En effet, le comportement d'un dirigeant dépend de la part du capital qu'il détient. Plus cette part est importante, plus la divergence d'intérêts est théoriquement faible (Jensen et Meckling, 1976). Selon Charreaux (1996), il s'agit d'une thèse de convergence des intérêts.

Dans cette thèse, le dirigeant veille à ce que les investissements soient réalisés dans des projets qui augmentent la valeur de l'entreprise. Il s'ensuit que les dirigeants ayant une fraction du capital très importante limiteraient leur comportement opportuniste.

Ainsi, l'actionnariat du dirigeant devrait éviter le risque d'une politique de rémunération excessive au détriment des autres actionnaires (Broye et Moulin, 2010).

Plusieurs études ont tenté de tester la relation entre la part du capital détenu par un dirigeant et sa rémunération. Les résultats empiriques de ces études sont contradictoires. En effet, Lambert et al. (1999), Harvey et Shrieves (2001), Miller et al. (2002), Ryan et Wiggins (2002) et Anderson et Bizjak (2003) trouvent une relation négative entre la rémunération des dirigeants et la part du capital qu'ils détiennent. En fait, le dirigeant possédant une fraction importante du capital compense sa faible rémunération par les dividendes qu'il peut tirer en tant qu'actionnaire. Toutefois, Finkelstein et Hambrick (1989) et Broye et Moulin (2010) n'ont trouvé aucune relation significative entre l'actionnariat du dirigeant et sa rémunération. Quant à Cyert et al. (2002), ils ne corroborent pas l'idée qu'un dirigeant ayant une part importante du capital aura une rémunération moins élevée.

Cette contradiction peut être expliquée par le fait que la thèse de la convergence des intérêts ne fait pas l'unanimité dans la littérature. Charreaux (1996) signale qu'il existe des approches concurrentes (thèse de neutralité et thèse d'enracinement) qui émettent d'autres hypothèses. Ainsi, dans le cadre de la thèse de neutralité, Demsetz (1983) pense que la structure de propriété n'a pas d'influence sur la performance de l'entreprise. Selon cette thèse, toutes les structures seraient équivalentes puisque la performance des firmes est essentiellement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise.

En outre, et en se référant à la théorie de l'enracinement, Charreaux (1996) indique que les dirigeants qui possèdent une part importante du capital peuvent utiliser leurs droits de vote pour s'enraciner et pour échapper à tout contrôle. Dans cette conception, les dirigeants sont censés avoir une influence non seulement sur les décisions opérationnelles, mais aussi sur les décisions du conseil (Finkelstein et Hambrick, 1989). À cet égard, ils seront en mesure d'influencer leur propre rémunération.

Étant donné que nous avons utilisé la théorie de l'agence comme référence théorique, nous adoptons donc la thèse de convergence des intérêts et, par la suite, nous supposons que les dirigeants détenant de grands blocs d'actions veillent à ce que leur rémunération ne soit pas excessive au regard de la performance de l'entreprise.

H6 : La part de capital détenu par les dirigeants a une incidence positive sur la sensibilité de leur rémunération à la performance.

Outre l'actionnariat du dirigeant, il existe d'autres caractéristiques concernant la structure de propriété qui permettent d'accroître potentiellement l'efficacité du contrôle exercé sur la gestion des entreprises. Les actionnaires institutionnels peuvent jouer un rôle déterminant pour la performance de la firme et pour la rémunération des dirigeants (Gomez-Mejia, 1994).

2.2.2. L'actionnariat des institutionnels

Les investisseurs institutionnels « sont des organismes financiers qui, en raison de leur nature ou de leurs statuts, sont tenus de placer une grande partie des ressources qu'ils collectent en instruments financiers » (Bonneau et Brummond, 2005, p. 430). Jeffers et Plihon (2002) distinguent quatre catégories principales d'investisseurs institutionnels : les fonds de pension, les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds spéculatifs.

Ces dernières années, les entreprises ont connu une évolution importante de l'actionnariat des investisseurs institutionnels. Selon Peyrelevade (1999), ces derniers possèdent environ 60 % du capital des entreprises aux États-Unis, 75 % en Grande-Bretagne et 50 % en France.

Selon la théorie de l'agence, les actionnaires institutionnels peuvent jouer un rôle important dans la résolution des conflits d'intérêts au sein des organisations. En occupant des sièges au sein du conseil d'administration et en investissant dans la recherche et le traitement d'informations, les actionnaires institutionnels sont supposés exercer un contrôle plus rigoureux de l'équipe dirigeante dans un but de maximisation de la performance des firmes (Gilson, 1990 ; Smith, 1996 ; David et al., 1998). De même, la présence de ces partenaires peut réduire le problème de passager clandestin (Agrawal et Mandelker, 1992).

Donc, la présence des actionnaires institutionnels peut entraîner un plus grand contrôle et un examen plus minutieux des dirigeants et du conseil d'administration (Bebchuk et Fried, 2003). Ainsi, une plus grande concentration d'actionnaires institutionnels pourrait affecter la rémunération des dirigeants (Hartzell et Starks, 2003 ; David et al., 1998 ; Gallagher et al., 2006). Dans ce cadre, les investisseurs institutionnels, et en particulier les fonds de pension américains, ont joué un rôle très important dans l'apparition et la diffusion des règles de

« bonnes pratiques » de gouvernance (Wirtz, 2008a), et notamment en matière de rémunération des dirigeants. A titre d'exemple, le plus important fond de pension aux États-Unis, California Public Employees' Retirement System (CalPERS), a adopté le 16 juin 2003 de nouvelles normes concernant l'attribution d'options d'achat d'actions pour les dirigeants des mille plus grandes sociétés dans lesquelles il a investi. Désormais, pour obtenir l'approbation de CalPERS, une attribution devra remplir deux conditions : les cinq plus hauts dirigeants de l'entreprise ne devront pas recevoir plus de 5 % des options d'achat d'actions, et les dirigeants devront attendre au moins quatre ans avant d'exercer leurs options⁵⁵.

Empiriquement, les études qui ont essayé de tester le lien entre l'actionnariat des institutionnels et la rémunération des dirigeants ne sont pas nombreuses et les résultats sont toujours contradictoires. David et al. (1998), en utilisant un échantillon de 125 firmes américaines de 1990 à 1994, trouvent une relation négative entre la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la rémunération des dirigeants. De même, et sur un échantillon de 1914 firmes américaines entre 1991 et 1997, Hartzell et Starks (2002) montrent que le pourcentage d'actions détenus par les cinq premiers actionnaires institutionnels a un impact négatif sur la rémunération des dirigeants. Alors qu'en étudiant le contexte français, Broye et Moulin (2010) trouvent que la présence des investisseurs institutionnels n'a aucun impact sur la rémunération des dirigeants.

Ceci étant, nous tenons également de signaler que les investisseurs français et étrangers ne sont pas soumis aux mêmes contraintes, surtout en termes de différence des régimes légaux en France et ailleurs. En effet, les actionnaires des fonds de pensions américains ou britanniques peuvent entreprendre des actions judiciaires contre les institutions dans lesquelles ils ont investi leurs capitaux si elles ont pris des décisions qui ne se conforment pas à leurs intérêts (Mtianos et Paquerot, 1999). Ce n'est pas le cas en France, d'où

le rôle passif attribué aux institutionnels français qui sont censés être faiblement incités à assurer un suivi strict et à s'investir dans le contrôle des entreprises où ils placent leurs fonds (Baudru et Lavigne, 2001). Dans le cadre de ce travail, nous n'avons pas fait la distinction entre les investisseurs français et étrangers. En adoptant le cadre de la théorie de l'agence, on peut s'attendre à ce que les investisseurs institutionnels qui sont censés être bien informés aient une grande capacité à vérifier la cohérence de la politique de rémunération des dirigeants avec la performance de l'entreprise.

H7 : La présence des investisseurs institutionnels a un impact positif sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance.

Outre l'actionnariat des institutionnels, la participation des salariés dans le capital de l'entreprise peut avoir un impact sur le contrôle de l'équipe dirigeante, et par conséquent sur la politique de rémunération des dirigeants.

2.2.3. L'actionnariat des salariés

La Fédération française des Actionnaires Salariés (FAS) définit l'actionnariat salarié comme « un actionnaire qui a acquis des actions de l'entreprise qui l'emploie, lors d'opérations d'offres d'actions réservées à tous les salariés de cette entreprise ; il possède ces actions soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire d'un FCPE ou d'une SICAV d'actionnariat salarié » (FAS 2006, p.43).

En France, l'actionnariat salarié a connu une progression constante durant ces dernières années. Selon la FAS (2008), le nombre des actionnaires salariés est passé de 700000 en 1998 à 2,5 millions en 2008. Soit une entreprise cotée sur trois.⁵⁶

L'actionnariat salarié est géré le plus souvent au sein d'un Plan Epargne Entreprise (PEE). Il s'agit d'un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés de l'entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières.⁵⁷ Le montant d'épargne salariale dans le cadre d'un PEE est en pleine croissance ces dernières années puisqu'on compte 6000 millions d'euros en 2000 contre près de 10000 millions d'euros en 2007 (FAS, 2010).

Dans le cadre de la théorie de l'agence, la présence des actionnaires salariés aux assemblées d'actionnaires et au conseil d'administration permet l'exercice d'un contrôle efficace des dirigeants (Desbrières, 2002). En effet, en devenant actionnaires de leurs entreprises, les salariés peuvent encourir un risque résiduel par rapport aux autres actionnaires puisqu'ils sont apporteurs à la fois du capital humain et des ressources financières (Blair et al., 2000). De même, la présence des salariés actionnaires dans les organes de contrôle leur permet de bénéficier d'un avantage informationnel supplémentaire. Outre les informations privées qu'ils détiennent, les salariés actionnaires peuvent obtenir d'autres informations dans le cadre des assemblées des actionnaires.

Dans ce contexte, les salariés actionnaires peuvent jouer un rôle important dans le système de gouvernement d'entreprise grâce au cumul des deux statuts (salarié et actionnaires) qui leur permet de disposer d'avantages informationnels (Zolezzi, 2004 ; Poulain-Rehm, 2006).

Dans cette perspective, Desbrières (2002) considère l'actionnariat des salariés comme un moyen de réduction des conflits entre les actionnaires et les dirigeants dus à des divergences d'horizon, à la manipulation par les dirigeants d'informations spécifiques concernant à la fois leurs efforts et leurs compétences et surtout à la propension qu'ont les dirigeants à s'auto désigner comme principale source de productivité et d'innovation dans l'entreprise ce qui justifie l'accroissement de leurs rémunérations.

À cet égard, et en se référant à la théorie de l'agence, la présence des salariés actionnaires au sein d'organes de contrôle peut avoir une influence sur la rémunération des dirigeants, en veillant à ce qu'elle ne soit pas excessive au regard de la performance de l'entreprise.

Toutefois, cet aspect du contrôle des dirigeants par les salariés est ambigu. En effet, la présence de salariés actionnaires au sein du conseil peut faciliter l'enracinement des dirigeants au détriment des intérêts des autres actionnaires (Gordon et Pound, 1990 ; Chaplinsky et Niehaus, 1994 ; Desbrières, 1997 ; Gamble, 2000). Dans le cadre de la relation dirigeant- salariés, deux mécanismes peuvent renforcer la dépendance des salariés envers leur dirigeant : les contrats implicites (promesses d'augmentation des salaires, d'évolution, de formation...) et les éventuelles stratégies de coopération (Gamble, 2000).

Généralement, les contrats implicites peuvent permettre aux dirigeants de neutraliser le contrôle exercé par le conseil d'administration en obtenant le soutien des salariés en cas de conflits d'intérêts avec les autres actionnaires (Parrat, 1999 ; Stern et Hammer, 1978).

En outre, les salariés actionnaires ont tendance à s'opposer aux prises de contrôle dont ils peuvent être victimes. D'ailleurs, l'actionnariat salarié peut être considéré comme un mécanisme anti-OPA (Gordon et Pound, 1990). En effet, plusieurs études ont montré que les dirigeants et les salariés peuvent s'allier contre une OPA (Chang, 1990 ; Gamble, 2000 ; Pagano et Volpin, 2005 ; Rauh, 2006). Donc, afin de sauvegarder leur emploi et leur capital humain, les salariés actionnaires sont instrumentalisés à leur insu pour faire échouer d'éventuelles prises de contrôle hostiles (Trébucq, 2002). Dans ces circonstances, l'actionnariat salarié n'assure plus une discipline sur les dirigeants, au contraire il va plutôt renforcer leur position (Pendleton, 2001).

Dans la mesure où nous adoptons la perspective de la théorie de l'agence, nous supposons donc la convergence des intérêts. Ainsi, on peut s'attendre à ce que la présence d'administrateurs représentant les actionnaires salariés accroît le pouvoir du conseil à attribuer des rémunérations en adéquation avec la performance réalisée, car les salariés réduisent potentiellement l'asymétrie d'information et leur statut d'actionnaire est susceptible de permettre une convergence des intérêts.

H8: Lorsque les salariés détiennent de grands blocs d'actions, la rémunération des dirigeants est étroitement liée à la performance de l'entreprise.

Selon le cadre de l'agence, la structure de propriété est susceptible de jouer un rôle particulièrement actif dans le processus de détermination de la rémunération des dirigeants (Boyd, 1994 ; Gomez-Mejia et al., 1987). Plusieurs travaux se sont intéressés à la concentration du capital et à la nature des actionnaires pour mesurer l'impact de la structure de propriété sur la rémunération des dirigeants. En général, un capital concentré ou bien une présence d'un actionnariat particulier (managérial, institutionnel ou salarial) peut renforcer le contrôle du dirigeant en limitant les risques de comportement managérial opportuniste, et par conséquent des rémunérations qui sont davantage basées sur la performance de l'entreprise. Toutefois, et comme pour les autres mécanismes, les études empiriques sur l'impact de la structure de propriété sur la rémunération des dirigeants n'ont pas abouti à des résultats concluants.

CONCLUSION :

L'analyse de cette revue de littérature nous conduit à une conclusion nuancée : l'impact des mécanismes de gouvernance sur la rémunération des dirigeants apparaît encore ambigu et partiellement élucidé. D'un point de vue théorique, notamment selon les principes de la théorie de l'agence, la mise en place de mécanismes de gouvernance rigoureux devrait logiquement restreindre la capacité des dirigeants à s'octroyer une rémunération excessive, non corrélée à la performance effective de l'entreprise (Barkema et Gomez-Mejia, 1998). À l'inverse, l'absence ou la faiblesse de ces mécanismes pourrait renforcer leur

pouvoir discrétionnaire, les autorisant à s'accorder des niveaux de rémunération plus élevés, indépendamment des résultats obtenus.

Cependant, les constats issus des études empiriques demeurent fragmentés et parfois contradictoires. Un grand nombre de recherches se limitent à l'examen de relations linéaires et isolées, étudiant l'effet d'un seul mécanisme de gouvernance à la fois sur le niveau de rémunération, sans prendre en considération la complexité des interactions entre les différentes variables de gouvernance, ni la dynamique entre rémunération et performance. Cette approche réductrice empêche de saisir la portée réelle des mécanismes de contrôle sur les pratiques de rémunération des dirigeants.

Dès lors, il devient impératif de repenser les méthodologies d'analyse pour explorer non seulement le niveau de rémunération, mais surtout sa sensibilité à la performance, et ce, dans un environnement de gouvernance multi-dimensionnel. Ce constat justifie pleinement l'intérêt de notre étude, qui ambitionne d'apporter un éclairage renouvelé sur la question, en s'inscrivant dans une perspective intégrative du gouvernement d'entreprise. Elle vise ainsi à mieux cerner les conditions sous lesquelles les mécanismes de gouvernance peuvent jouer un rôle effectif dans l'alignement des intérêts entre actionnaires et dirigeants.

BIBLIOGRAPHIE

1. Akerlof, G. A. (1978). The market for « lemons » : Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in economics* (pp. 235–251). Academic Press.
2. Alexandre, H., & Paquerot, M. (2000). Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants. *Finance contrôle stratégie*, 3 (2), 5-29.
3. Baudru, D., & Lavigne, S. (2001). Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français. *Revue d'économie financière*, 91-105.
4. Baudru, D., Lavigne, S., & Morin, F. (2001). Les investisseurs institutionnels internationaux: une analyse du comportement des investisseurs américains. *Revue d'économie financière*, 121-134.
5. Benhamou, S. (2010). Améliorer la gouvernance d'entreprise et la participation des salariés. La Documentation française.
6. Boubaker, S., & Labégorre, F. (2006). Environnement informationnel et structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées françaises. *Finance Contrôle Stratégie*, 9 (3), 5-38.
7. Bouton, D. (2002). Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées. Rapport du groupe de travail de l'Association Française des Entreprises Privées et du Mouvement des entreprises de France, septembre.
8. Breton, G., & Schatt, A. (2003). Manipulation comptable : les dirigeants et les autres parties prenantes. *La revue du financier*, 139, 18-25.
9. Broye, G., & Moulin, Y. (2010). Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises: le cas des entreprises françaises cotées. *Finance, Contrôle, Stratégie*, 13(1), 67-98.
10. Broye, G., & Moulin, Y. (2012). Les déterminants de la rémunération des administrateurs externes dans les sociétés françaises du SBF 120. *Finance Contrôle Stratégie*, (15-1/2).
11. Gordon, L. A., & Pound, J. (1990). ESOPs and corporate control. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 525-555.
12. Hoarau, C. (2007). Gestion de l'information comptable par les dirigeants : les principes sont-ils plus dissuasifs que les règles ? (No. halshs-00279653).