

Rémunérations des dirigeants et performance : hypothèses théoriques et pertinence des indicateurs

par Michèle LACOMBE-SABOLY, Maître de Conférences à l'ESUG et Christine POCHE, Prag à l'IAE de Toulouse

Résumé :

La confrontation des études empiriques sur le lien entre rémunération des dirigeants et performance avec les prédictions de la théorie de l'agence fait apparaître un décalage sensible entre les deux. Nous formulons l'hypothèse que la structure du capital constitue une variable explicative essentielle de l'intensité de ce lien. Elle conditionne par ailleurs la logique d'évaluation de la performance de la firme, et avec elle, la nature des indicateurs retenus pour la mesure de cette performance.

La rémunération des dirigeants s'est trouvée placée au début des années 90 au centre d'un débat qui s'est focalisé sur deux thèmes principaux, largement relayés par la presse financière : le niveau jugé anormalement élevé des rémunérations des dirigeants, l'absence apparente du lien entre rémunérations et performances des entreprises. Ce débat, souvent très vif, illustre le conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants qui constitue l'une des multiples applications du modèle d'agence. De nombreux travaux empiriques ont cherché à apporter une réponse aux questions évoquées plus haut. Le faible degré de cohérence entre les résultats de ces travaux et les prédictions de la théorie de l'agence nécessite d'être analysé pour en saisir la cause. C'est l'objet de la première partie de ce papier qui fait apparaître le rôle déterminant de la structure du capital. Sont ensuite examinées, à la lumière de ce résultat, les questions liées à l'évaluation de la performance et à la conception de la rémunération globale des dirigeants.

1. Pourquoi lier rémunération des dirigeants et performance ? Confrontation des approches théoriques et des études empiriques

1.1 Les problèmes théoriques soulevés par la liaison rémunération/performance

1.1.1 Les différentes approches théoriques

Plusieurs modèles théoriques posent le principe d'une nécessaire liaison entre rémuné-

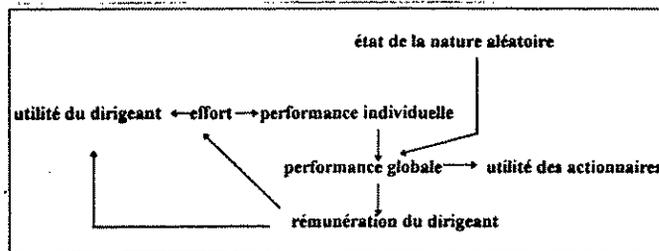
ration et performance. On peut citer la théorie des attentes (Vroom, 1964; Lawler, 1971, 1973), la théorie de l'équité (Adams, 1963), la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et celle du capital humain (Becker, 1964). Parmi tous ces modèles, celui qui domine actuellement la scène de la recherche est incontestablement celui de la théorie de l'agence. Par ailleurs, celle-ci a consacré des développements au problème spécifique de la rémunération des dirigeants. C'est la raison pour laquelle nous lui accorderons une attention particulière. Les trois premières théories évoquées ci-dessus et dans une certaine mesure la théorie du capital humain ont toutes en commun de reposer sur l'hypothèse implicite que les récompenses de nature pécuniaire ont un effet positif sur la motivation du salarié à améliorer sa performance. Ce point de vue est toutefois extrêmement controversé (Herzberg, 1968; Deci, 1972; Slater, 1980; Kohn, 1993; Baker, Jensen et Murphy, 1988). La plupart des auteurs s'accordent cependant à reconnaître que les incitations monétaires affectent le comportement humain. La véritable difficulté est de faire en sorte qu'elles produisent sur ces comportements les effets (ou les changements) souhaités. Baker, Jensen et Murphy, dans un article déjà cité, font ainsi remarquer que le problème n'est pas le manque mais plutôt l'excès d'efficacité des systèmes de rémunération liée à la performance. La difficulté de spécifier des objectifs précis en termes de performance à atteindre, le décalage fréquent entre indicateurs et objectifs de performance induisent des comportements indésirables par lesquels les salariés optimisent leur revenu attendu (compte tenu de l'indicateur de performance) au détriment de ce qu'ils savent être la performance désirée pour l'entreprise.

Il ressort de cette analyse que les aspects pratiques liés à la définition et à la gestion courante d'un système de rémunération variant avec la performance constituent des facteurs clés de succès d'un tel dispositif. Ce point sera examiné plus en détail dans la seconde partie.

1.1.2 Le cas particulier du modèle d'agence : un modèle historiquement et spatialement limité

La théorie de l'agence s'est fixé comme objet d'étude l'ensemble des situations confrontant deux individus au moins, contractuellement liés, dont les intérêts divergent et qui disposent d'un accès inégal à l'information. Elle est surtout connue sous la forme canonique du modèle dit de «Principal-Agent» qui trouve d'innombrables applications dans les divers domaines de l'économie. Dans un contexte d'asymétrie de l'information et de conflits d'intérêts, le problème du Principal (ou partie non informée) est de parvenir à élaborer un contrat acceptable par l'Agent (ou partie informée) dont les modalités soient telles qu'elles garantissent que l'Agent agira dans l'intérêt du Principal alors même que ce dernier ignore les caractéristiques de l'Agent (risque de sélection adverse) ou se trouve dans l'impossibilité d'observer son comportement (risque d'aléa moral). Le problème de la rémunération des dirigeants relève de la seconde alternative. Dans la formalisation désormais classique qui en est faite (voir par exemple Jensen et Meckling, 1990), le conflit d'intérêt oppose des actionnaires ignorants des actions entreprises par le dirigeant (comme de leur impact sur leur propre utilité) et préoccupés de maximiser leur richesse à un chef d'entreprise dont l'utilité est fonction de l'effort consenti (entendu au sens large d'action entreprise) et de la rémunération perçue. L'ensemble des relations structurant le modèle peut être schématisé de la manière suivante :

Schéma 1 : le modèle d'agence appliqué aux relations entre dirigeants et actionnaires



De cet ensemble se dégage une double liaison entre rémunération du dirigeant et performance : liaison directe répondant à l'objectif de bâtir un système de rémunération variant selon les résultats obtenus (et comportant une part à long terme destinée à faire converger l'horizon temporel du dirigeant avec celui des actionnaires), liaison indirecte et de sens inverse matérialisant le canal par lequel la rémunération aura un impact sur la performance globale de l'entreprise. De nombreux aspects de ce modèle sont susceptibles d'être critiqués. On a évoqué plus haut la question du lien entre rémunération et effort. Il existe par ailleurs toute une littérature soulignant le caractère simpliste des hypothèses fondant le modèle d'agence appliqué à la relation employeur/employé (Ogden, 1993), simplisme qui contraste avec le degré élevé de formalisation mathématique des solutions fournies par la théorie et la faible applicabilité qui en découle (Baiman, 1990; Ashton, 1991).

La critique que nous formulons à l'égard du modèle d'agence appliqué à la relation actionnaire/dirigeant porte sur l'opposition d'intérêt postulée entre ces deux catégories. Il apparaît en effet que la réalité du gouvernement d'entreprise revêt des formes extrêmement variables d'un pays à l'autre d'une part et susceptibles d'évoluer significativement au cours du temps d'autre part (Pastré, 1994). Alors que la théorie néo-classique de la firme a toujours considéré que les propriétaires de l'entreprise en étaient aussi les gérants, c'est à Berle et Means qu'il revient d'avoir les premiers soulevé la question de la séparation entre propriété et pouvoir dans leur ouvrage de 1932. La théorie managériale s'est ensuite développée sur la base du constat de la séparation croissante entre propriété et contrôle des firmes induisant une perte d'influence corrélative des actionnaires. Cette affirmation, longtemps considérée comme indiscutable dans le cas des grandes firmes américaines, doit être accueillie avec précaution dès qu'on sort de ce cadre. Par ailleurs, les Etats-Unis eux-mêmes connaissent ces dernières années une tendance au retour à la concentration de l'actionariat des entreprises susceptible d'entamer la validité du modèle d'agence. S'agissant du premier point, une étude (Fontaine et N° Jiokou, 1996) portant sur les entreprises des pays du G7 compare la structure de leur actionariat. Le critère du pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires connus des plus grandes entreprises fait apparaître trois groupes de pays : les pays à actionariat des entreprises fermé (Allemagne, France, Italie, Canada), les pays à actionariat des entreprises contrôlé (Royaume-Uni, Etats-Unis) et le Japon. Selon le système de propriété des entreprises japonaises, nommé Keiretsu, c'est le plus souvent la banque principale à laquelle se trouve affiliée la firme (cas de 50% des entreprises non financières cotées à la bourse de Tokyo) qui exerce de fait le contrôle des dirigeants (Scheard, 1989; Ghertman, 1994). Dans le cas de la France où dominent les groupes familiaux ou contrôlés par un actionnaire principal, l'antagonisme entre propriétaires et dirigeants reste très théorique. Et lorsque le rapport Viénot, publié en 1995 par le patronat français en plein débat sur le pouvoir des actionnaires, estime que l'entreprise «poursuit des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses fournisseurs et de ses clients», il faut y voir l'expression du seul véritable conflit d'intérêt caractéristique du capitalisme à la française : celui qui met face à face actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires des principaux groupes.

Limitée dans l'espace, la validité du modèle semble l'être également dans le temps. Elle est en effet extrêmement soumise aux variations de la structure du capital des entreprises qui, dans un pays donné, dépendent souvent de facteurs institutionnels. Ainsi, aux Etats-Unis, le caractère relativement diffus du capital tient, entre autres, à l'interdiction qui est faite aux établissements financiers depuis 1933 par le Glass-Steagall Act de détenir des actions. Aujourd'hui, l'activisme des fonds de pension et des investisseurs institutionnels qui possèdent des parts substantielles du capital des plus grandes sociétés anglo-saxonnes a pour effet de remettre en cause le pouvoir des dirigeants, en raison de la reconcentration du capital qui s'est opérée par leur intermédiaire.

1.2 Les tentatives de validation empirique de la liaison rémunération/performance

1.2.1 Revue des études empiriques

Un double contraste apparaît à l'examen des tentatives de validation empirique des prédictions de la théorie de l'agence en matière de lien rémunération/performance : d'une part le nombre restreint de recherches empiriques françaises tranche avec la multiplicité des études américaines, d'autre part ces travaux aboutissent à des conclusions au caractère limité voire contradictoire. Plusieurs dimensions de la rémunération sont examinées par les auteurs (Benston, 1985; Balkin et Gomez-Mejia, 1987; Gomez-Mejia, Tosi et Hinkin, 1988; Jensen et Murphy, 1990)¹ : son niveau, son évolution, sa composition (salaire de base ou bonus et gratifications, liquidités ou instruments de capitaux propres, paiement immédiat ou différé). Ces dimensions sont ensuite rapportées, pour une recherche de corrélations, soit à un indicateur de taille (généralement, le chiffre d'affaires), soit à des indicateurs de performance de nature comptable et financière (profit net, ROI, ROE) ou boursière (valeur de marché). Deux études ont été menées en France sur ce sujet. Langevin (1992) cherche à vérifier si l'existence de contrats intéressant les PDG aux résultats de leur société peut être reliée à une amélioration des performances mesurées par la rentabilité et la croissance du chiffre d'affaires. Pigé (1993) examine les pratiques des entreprises en matière de rémunération de cadres et de dirigeants à partir des données de trois cabinets conseils. Si ces études ne manquent pas de contribuer à un meilleur éclairage du lien rémunération/performance, aucune ne permet de valider avec certitude les prédictions de la théorie de l'agence relatives au rôle de la rémunération comme dispositif incitant les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires.

1.2.2 Le constat : une liaison ténue avec la richesse des actionnaires

L'élaboration et le test de modèles dans ce champ d'étude soulève à l'évidence des problèmes méthodologiques variés comme la difficulté d'accéder aux données sur les rémunérations des dirigeants (surtout en France), l'interdépendance des variables mais aussi l'opérationnalisation des notions de richesse des actionnaires et de performance. La valeur pour l'actionnaire est mesurée notamment par la capitalisation boursière ou par le rapport entre valeur de marché et valeur comptable. Des études de corrélation menées aux Etats-Unis font apparaître que l'indicateur de performance le mieux corrélé avec les mesures de la valeur pour l'actionnaire est la rentabilité des capitaux propres et ceci pour la plupart des secteurs d'activité. En revanche, pour les marchés neufs ou en expansion, c'est le taux de croissance du chiffre d'affaires ou celui du bénéfice par action qui ressort comme meilleur « inducteur » de valeur.

L'observation des pratiques de rémunération des dirigeants produit des résultats parfois contradictoires et peu conformes aux prédictions théoriques. Par exemple, les études américaines portant sur la relation rémunération du dirigeant/performance boursière de l'entreprise (Brindisi, 1983; Benston, 1985) n'aboutissent à aucune conclusion significative en dehors de la partie de la rémunération versée en actions et options d'actions. La sensibilité de la rémunération aux variations de la performance, mesurée par l'élasticité, quoique statistiquement significative, est beaucoup trop faible pour exercer un véritable effet incitatif sur le comportement du dirigeant (Jensen et Murphy, 1990). Les tests effectués sur des données françaises débouchent eux aussi sur un constat modeste. Pour Langevin (1993, p. 198) les contrats incitatifs n'apparaissent pas liés à une amélioration de la performance de façon statistiquement significative. Pigé (1994, p.63) constate « la faiblesse du lien entre la rémunération (hors options sur actions) et la performance de l'entreprise ».

1. Charreaux et Pitol-Belin 1990, pp.97-100 et Pigé 1992, pp. 241-258 pour des synthèses de travaux.

1.2.3 L'émergence de la taille de l'entreprise comme principale variable explicative

Plusieurs études américaines (MacGuire, Chiu et Elbing, 1962; Gomez-Mejia, Tosi et Hinkin, 1987; Baker, Jensen et Murphy, 1988) mettent en évidence une relation positive entre la taille de l'entreprise et sa croissance d'une part et la rémunération du dirigeant (niveau et évolution) d'autre part. Pour l'étude de Pigé déjà citée (1994), c'est bien le niveau de responsabilité assumée par le dirigeant qui constitue le premier facteur explicatif du niveau de la rémunération. Or, la taille mesurée par le chiffre d'affaires constitue un indicateur du niveau de responsabilité du dirigeant. La taille paraît également liée à l'intensité de la relation rémunération/performance. L'élasticité paie/performance diminue considérablement lorsque la taille de l'entreprise s'accroît (Jensen et Murphy, 1990). Pour Gomez-Mejia, Tosi et Hinkin, la structure du capital influe de manière significative sur l'intensité du lien paie/performance. Dans les sociétés à actionnaires majoritaires, la performance apparaît comme le facteur explicatif principal du niveau de la rémunération, alors que c'est la taille qui joue ce rôle dans les sociétés ouvertes. Par contre, dans tous les cas, c'est la performance qui explique le mieux les variations de la rémunération. En revanche, Sanders, Davis-Blake et Frederickson (1995), examinant les déterminants de la rémunération différée à long terme, réfutent l'hypothèse de l'influence de la composition du capital (mesurée par le pourcentage détenu par des actionnaires de référence ou par des administrateurs hors P.D.G.). Leur étude dénie un grand pouvoir explicatif à la théorie de l'agence pour comprendre la structure de la rémunération du dirigeant. Mais ces auteurs se fondent sur une approche en termes de comparaison sociale pour expliquer que la part relative de la rémunération à long terme augmente avec la rémunération. En effet, ce type de rémunération dont la valeur est déterminée par la performance future de l'entreprise laisse un champ plus grand à l'ambiguïté, soustrayant ainsi le dirigeant aux pressions de la comparaison sociale et réduisant les risques de dysfonctionnements internes.

1.3 Les hypothèses formulées pour tenter d'expliquer l'écart entre théorie et pratique

Les explications avancées pour tenter d'interpréter le décalage entre prédictions théoriques et observations empiriques (Baker, Jensen et Murphy, 1988; Jensen et Murphy, 1990) ont en commun de reconsidérer la relation fondamentale du modèle d'agence, l'opposition actionnaires/dirigeants en y intégrant les modalités concrètes de fixation de la rémunération du dirigeant. En la matière, les actionnaires n'agissent pas directement. L'existence d'un échelon intermédiaire, le conseil d'administration, au sein même de la relation d'agence constitue une source de distorsion potentielle puisqu'elle érige le conseil en arbitre de fait du conflit d'intérêt propriétaires/dirigeants. Les conclusions théoriques seront démenties par les faits toutes les fois que le conseil d'administration n'agira pas comme le reflet fidèle des intérêts des actionnaires.

1.3.1 Passivité du conseil d'administration et actualité de la théorie managériale

Le conseil d'administration (CA) n'est en aucun cas le représentant fidèle des actionnaires qui l'ont élu (Baker, Jensen et Murphy, 1988). S'il en est ainsi, c'est qu'aucun mécanisme particulier ne l'incite à imposer aux dirigeants l'intérêt des actionnaires comme finalité. Détenant une part généralement négligeable du capital de l'entreprise, les administrateurs ne sont pas, contrairement à leurs mandants, intéressés à sa performance. Ils éprouvent une répugnance naturelle à sanctionner la performance médiocre des dirigeants puisqu'ils subissent dans ce cas des coûts non monétaires liés à cette décision (désagrément de la tâche, inimitiés suscitées par la sanction) sans bénéficier de retombées pécuniaires compensatrices. Seuls les cas de contre-performance graves entraîneront des interventions négatives sur la rémunération des dirigeants, voire une révocation (sans doute tardive). En déconnectant la

rémunération de la performance, les membres du conseil évitent à la fois de récompenser et de sanctionner et se privent ainsi du mécanisme incitatif principal envisagé par la théorie de l'agence. La relation taille de l'entreprise/rémunération des dirigeants occupe donc une place prépondérante. Plus qu'une corrélation statistique, elle est de nature causale (Jensen et Murphy, 1990). La stabilité de la relation dans le temps et d'un secteur à l'autre traduit les pratiques des consultants et leur usage d'études de régression liant paie et chiffre d'affaires, de manière à garantir une certaine cohérence formelle des rémunérations des dirigeants et à prémunir le CA d'éventuelles poursuites judiciaires pour collusion avec les dirigeants. Le dirigeant se trouve alors incité à maximiser la croissance de la firme, conformément à certaines prédictions de la théorie managériale (Baumol, 1959). Ce comportement a pour effet d'accroître les ressources sous leur contrôle et par là leur pouvoir (Jensen, 1986).

1.3.2 L'hypothèse de régulation implicite de Jensen et Murphy

Complémentaire de la précédente, cette analyse insiste sur les pressions exercées à l'encontre des membres du CA par différents groupes internes ou externes à l'entreprise. L'obligation de publicité des rémunérations des dirigeants faite par la SEC aux sociétés cotées expose ces dernières aux demandes de négociations des salariés, des syndicats, des associations de consommateurs ou aux interrogations du grand public. Les forces politiques s'exerçant ainsi, contraignent, de manière implicite, la nature des contrats entre les dirigeants et l'entreprise. Les administrateurs, en particulier, seront réticents à l'égard de contrats incitatifs innovateurs (Jensen et Murphy, 1990). Difficile à tester, l'hypothèse de régulation implicite a reçu néanmoins un début de confirmation grâce à une étude longitudinale montrant qu'au cours des cinquante dernières années l'intensité de la relation rémunération/performance pour les dirigeants avait fortement décliné alors même que les contraintes d'ordre politique s'étaient continuellement renforcées.

1.3.3 Le rôle joué par la structure du capital

Si les analyses précédentes ont le mérite d'enrichir le modèle d'agence en y introduisant explicitement le rôle joué par le CA dans la fixation des rémunérations des dirigeants, il nous semble, toutefois, qu'elles n'exploitent pas totalement cet apport. Dans le cas français, des travaux ont en effet établi (Charreaux et Pitol-Belin, 1990) le caractère contingent du rôle exercé par le CA au regard du degré de séparation fonctionnelle entre propriété et décision. On voit ainsi apparaître trois configurations principales : les sociétés ouvertes, les sociétés contrôlées par un ou plusieurs actionnaires dominants et les sociétés familiales, chacune de ces modalités étant associée à un mode de fonctionnement spécifique du CA. Compte-tenu du rôle exercé par le C.A. en matière de rémunération des dirigeants, nous formulons l'hypothèse qu'il est nécessaire d'introduire la variable structure du capital pour analyser la liaison rémunération des dirigeants/performance. Plus précisément, dans les sociétés contrôlées, caractérisées par un faible degré de séparation propriété/décision et le rôle prépondérant joué par l'actionnaire principal au sein du CA, on doit normalement s'attendre à trouver une liaison plus intense entre rémunération et performance que dans les sociétés ouvertes. Dans les premières, en effet, l'actionnaire dominant possède les moyens d'exercer directement un contrôle sur la performance des dirigeants en imposant à ces derniers une rémunération qui tienne compte de leur contribution effective à la réalisation de ses objectifs.

Pour ce qui concerne les sociétés ouvertes, les prédictions de la théorie de l'agence ne seront vérifiées que dans la mesure où le CA exerce effectivement son rôle de contrôle des dirigeants, ce qui exclut toute possibilité de collusion entre ces derniers et les administrateurs externes. La fréquence élevée des administrateurs croisés dans le cas français fait pour le moins planer quelques doutes sur la validité de cette hypothèse.

Le cas des sociétés familiales semble plus atypique. Il y a souvent confusion physique entre actionnaire principal et dirigeant et la fonction de contrôle du CA ne s'exerce pratiquement pas. L'opposition d'intérêts entre actionnaires principaux et dirigeants étant

nulle, la rémunération ne saurait tenir lieu dans ce cas de mécanisme de rapprochement. L'existence d'une liaison fonctionnelle rémunération/performance ne trouve ici de justification qu'au regard de l'intérêt des actionnaires minoritaires qui eux se trouvent engagés dans une relation d'agence vis-à-vis des dirigeants. Si les travaux de Gomez-Mejia et Tosi, déjà mentionnés, semblent fournir des résultats cohérents avec cette analyse, il reste néanmoins à tester sa validité sur un échantillon d'entreprises françaises.

2. Comment lier rémunération des dirigeants et performance ? Mise en perspective des indicateurs

Répondre à cette question suppose d'avoir précisé la notion de performance de la firme. Si la théorie de l'agence fournit une réponse nette sur ce point, le critère retenu i.e. la richesse des actionnaires constitue une vision quelque peu réductrice du problème. En liaison avec ce qui a été dit précédemment, nous considérons que la performance de la firme a un caractère relatif et qu'elle s'apprécie à l'aune d'une finalité, d'un objectif fixé, comme le degré de réalisation de ce dernier. Le problème est de savoir qui va déterminer, in fine, l'objectif de l'entreprise. Si la théorie de l'agence énonce que c'est le point de vue des actionnaires qui prévaut, c'est parce qu'elle se situe implicitement dans le contexte de sociétés au capital diffus avec séparation propriété/décision/contrôle. Si cette hypothèse paraît fondée dans le contexte des Etats-Unis, il n'en est pas de même, nous semble-t-il, en France. Dès lors, il nous faut reconsidérer la question de la performance de l'entreprise en liaison avec la variable déterminante à notre sens, la structure du capital. Nous formulons en effet l'hypothèse que la finalité de l'entreprise sera différente selon la répartition du pouvoir au sein du groupe des actionnaires. Il en résulte bien évidemment que les critères d'appréciation de la performance différeront eux aussi selon les cas de figure.

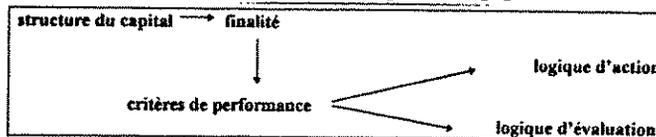
2.1 Logiques d'évaluation de la performance et structure du capital

2.1.1 Structure du capital, finalités et logiques d'évaluation

Il est possible de compléter la description de la typologie d'entreprises évoquée plus haut sur la base du degré de séparation des fonctions propriété/décision/contrôle (Amann, Couret, 1992). Les types de sociétés à forte séparation propriété/décision se caractérisent par l'existence d'une «cascade d'agence» au sens d'Aoki (actionnaires se partageant un capital diffus/CA et CA/dirigeant). A l'opposé sur un axe mesurant la séparation des fonctions, on trouve l'entreprise familiale. Enfin, les sociétés dont le capital est majoritairement détenu par un groupe ou une autre personne morale présentent une séparation formelle entre propriété et décision mais dans les faits l'autonomie des dirigeants vis-à-vis des actionnaires principaux est quasi-inexistante. Ici, l'entité «Entreprise» se fond dans une entité plus large. La structure du capital induit les finalités poursuivies par l'entreprise car elle influe sur la place des acteurs dominants (dirigeant ou actionnaires via le CA) et la délimitation de l'entité à considérer (entreprise/groupe). Ainsi, dans le cas de firme familiale et de firme au capital diffus contrôlée par les actionnaires, la maximisation de la valeur de l'entreprise est privilégiée par l'acteur dominant, le propriétaire, tandis que celle dont l'actionnaire majoritaire est un groupe poursuit une finalité assignée par ce dernier, à savoir la maximisation de la valeur globale d'une entité plus large. Or, les finalités de l'entreprise sont reflétées par des critères de performance qui nourrissent les logiques d'action des dirigeants en orientant leurs choix stratégiques et de gestion. L'évaluation de ces actions et de leurs résultats s'opère sur la base de ces critères. Cette articulation est présentée dans le schéma suivant.

On voit ainsi apparaître le rôle joué par la structure du capital sur le comportement attendu du dirigeant à travers la définition de finalités et de critères de performance. Toutefois, la logique d'évaluation est doublement déterminée par la structure du capital.

Schéma 2 : l'articulation structure du capital et logiques d'évaluation



Evaluer, en effet, c'est confronter des objectifs (les critères de performance) à la réalité. Or, si la transparence des objectifs à l'égard des membres du CA paraît assurée, il n'en va pas toujours de même pour les résultats de l'action des dirigeants.

2.1.2 Structure du capital, accès à l'information et logique d'évaluation

La logique d'évaluation financière des dirigeants relève du «management par le chiffre». Elle porte sur l'image comptable et financière des résultats des actions entreprises par les dirigeants. C'est l'impact de ces actions sur la valeur de l'entreprise qui est apprécié et traduit dans la rémunération. Cette logique a connu des variantes au fil du temps. L'usage du critère du dividende par action a été dépassé par celui des taux de rentabilité des capitaux. Les notions de valeur ajoutée pour l'actionnaire tentent de remédier aux critiques de vision réductrice et de court terme émises à l'encontre des instruments traditionnels d'évaluation financière. L'enjeu identifié par les prescripteurs de ces méthodes de retraitement de données comptables est de fournir aux actionnaires des moyens améliorés d'appréciation des performances et de contrôle de leurs dirigeants dans le cadre de la mise en place d'organes indépendants de contrôle du CA (comités d'audit en France). Les choix stratégiques associés à cette logique d'évaluation peuvent notamment consister en des réductions de coûts, des cessions d'actifs et abandons d'activité guidés par la seule poursuite de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire. Selon Handler (1992), la primauté accordée par la Lloyd à la maximisation de la valeur actionnariale a transformé une banque internationale diversifiée en une banque recentrée et nationale.

Une autre logique se fait jour. Elle résulte d'une volonté d'appréhender la performance dès le niveau des actions et des processus mis en oeuvre par les dirigeants, avant même qu'ils aient trouvé une traduction financière. Deux sortes de justification peuvent être avancées à cette perspective «stratégique» d'évaluation. La première (voir par exemple Godard, 1996) s'inscrit dans la lignée de l'enrichissement de l'information de pilotage et de contrôle par des données de nature physique et qualitative. C'est la même tendance qui se manifeste dans la construction de tableaux de bord autour de la notion de facteurs clés de succès et, plus généralement, dans la contestation de l'utilisation de critères financiers pour juger des atouts concurrentiels et de la performance à long terme d'une entreprise. Cette logique peut aussi être qualifiée de stratégique en ce sens qu'elle ne se soumet pas au dogme de la subordination du stratégique au financier. Elle s'inscrit dans une perspective pro-active de transformation de l'environnement et de l'entreprise, perspective qui peut justifier la prise de risque et l'innovation mais aussi la maintien de certaines activités temporairement moins rentables lorsque cela est nécessaire à la poursuite de l'«intention stratégique» (Hamel et Stern, 1995; Prahalad et Hamel, 1990). Elle ne recherche pas systématiquement la maximisation de la valeur, mais plutôt la perpétuation de la croissance de l'entreprise. L'évaluation du dirigeant dans ce contexte ne vise pas à réduire à court terme le conflit d'intérêt actionnaires/dirigeant car ce conflit est inexistant (faible séparation des fonctions propriété/décision).

La différence essentielle entre logique stratégique et logique financière réside dans le type d'informations collectées et traitées. L'évaluation suivant une logique stratégique est beaucoup plus complexe et nécessite un volume d'informations plus important que l'évaluation de type financier. Or, l'information est d'abord et naturellement disponible pour le dirigeant et les administrateurs internes. Les membres externes du CA n'ont accès qu'aux informations dont la publicité est rendue obligatoire par la législation (le cas de la France est à cet égard très différent de celui des Etats-Unis). Il apparaît ainsi que le choix de la logique

d'évaluation des dirigeants est fortement contraint par la possibilité pour ceux qui exercent le contrôle d'accéder effectivement aux données pertinentes. Ce résultat illustre le rôle fondamental que joue le contrôle de l'information dans l'exercice du pouvoir au sein de l'entreprise (Aoki, 1990). Au-delà du principe «une action, une voix», la réalité témoigne de la profonde inégalité quant au pouvoir relatif des détenteurs d'un même droit (Pastré, 1994). L'asymétrie d'information entre les propriétaires résultant de la concentration du capital conditionne de fait le choix du mode d'implication des différentes catégories d'actionnaires dans le contrôle des dirigeants.

Tableau 1 : partage du capital et logiques associées

Types	Capital diffus	Actionnaire majoritaire	Entreprise familiale
Degré de séparation propriété/décision	fort	faible	faible
Conflit d'intérêt actionnaire/dirigeant	oui	non	non
Degré de séparation propriété/contrôle	fort	faible	faible
Intérêt défendu par le C.A.	Actionnaires	Actionnaire majoritaire	Famille
Mode d'implication	passif	actif	actif
Logique d'évaluation du dirigeant	financier	stratégique	stratégique

De passif pour les actionnaires minoritaires, l'exercice du pouvoir devient actif pour l'entité majoritaire dans les sociétés contrôlées². Il en résulte que la logique d'évaluation financière s'imposera aux entreprises à capital diffus alors que les configurations à faible séparation propriété/contrôle opteront plutôt pour une logique de type stratégique.

2.2 Logiques d'évaluation de la performance et caractéristiques des indicateurs

2.2.1 Accessibilité de l'information et contraintes relatives aux indicateurs de performance

Les deux types de contrôle de la performance du dirigeant reposent sur des indicateurs différant par leurs caractéristiques. Ils sont notamment extraits de systèmes d'information ne présentant pas le même degré d'accessibilité selon la position de celui qui exerce le contrôle.

Tableau 2 : logiques d'évaluation et caractéristiques des indicateurs

Logique	Financière	Stratégique
Horizon temporel	Court terme	Long terme
Système d'information (S.I.) mobilisé	comptabilité financière exclusivement	S.I commercial et comptable, contrôle de gestion
Situation dans le temps de l'évaluation	ex-post	ex-ante et ex-post
Nature de l'appréciation	objective exclusivement	combinaison d'indicateurs subjectifs et objectifs
Principales limites	peu prédictive délai de production lent	complexité inadaptée aux activités non liées

2. Dans cette perspective, la question est posée du rôle que jouent (ou que devraient jouer) en France les investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires de référence.

2.2.2 Description des indicateurs associés à chaque logique d'évaluation

Les conflits actionnaires/dirigeants portant sur les rémunérations des dirigeants et sur les choix d'indicateurs sont une réalité déjà ancienne. P. Mills (1994) étudie les procès opposant actionnaires et dirigeants, de la fin du 19^{ème} siècle à 1934. Le problème de la définition de l'agrégat comptable et financier servant à exprimer la performance attendue et à calculer la part supplémentaire de rémunération se pose de façon particulièrement aiguë dans un contexte historique où la normalisation comptable n'existe pas encore. Ce sont les arrangements contractuels ou à défaut les juges qui doivent préciser les notions de net profit, actual cash net profit, etc. La déduction des dividendes et de certaines charges constituent des points de désaccord. Ces conflits exprimant la difficulté du choix des indicateurs dans l'établissement de la relation rémunération des dirigeants/performance révèlent aussi la vraie nature de l'enjeu, à savoir le partage du pouvoir entre actionnaires et dirigeants. Aujourd'hui, les prescriptions des consultants sur la valeur actionnariale mettent l'accent sur une finalité unique : la création d'un supplément de valeur pour l'actionnaire.

Tableau 3 : indicateurs de performance associés à la logique financière

Indicateur	Type comptable	Type financier	Type boursier
Dénomination	Résultat net	Valeur actionnariale Valeur ajoutée économique (a)	Valeur boursière Valeur ajoutée boursière (b)
Mode de calcul	base normalisée et « certifiée »	(a) « free cash-flow » après déduction du coût du capital	(b) : différence entre la valeur boursière et les capitaux engagés par les actionnaires
Limite spécifique	réducteur et manipulable par la politique comptable du dirigeant	nécessite un important changement d'état d'esprit	limitée aux sociétés cotées

La mise en pratique d'indicateurs de performance relevant d'une logique stratégique soulève des problèmes relatifs aux caractéristiques de l'information utilisée. Les données issues de la comptabilité de gestion (architecture traditionnelle ou calcul des coûts par activité) présentent un degré de confidentialité qui peut poser problème du fait de l'existence de mandats multiples et croisés dans les CA. Par ailleurs, ces informations pour riches et prédictives qu'elles soient, présentent une faiblesse inhérente à tout le domaine du non-financier : elles ne reposent pas sur une certification légale ni parfois sur un contrôle interne susceptibles de leur conférer un degré élevé de fiabilité et de légitimité.

Tableau 4 : indicateurs de performance associés à la logique stratégique

Nature de l'indicateur	Type quantitatif	Type qualitatif
exemples	marge ou coût par activité indicateurs de suivi de projets	part de marché nouveaux produits qualité perçue
limites spécifiques	confidentialité	subjectivité pas de certification légale

2.3 Conception de la rémunération globale du dirigeant

L'aboutissement de la réflexion sur la nature de la relation rémunération/performance concerne les modalités concrètes de la rémunération globale du dirigeant et porte sur trois dimensions complémentaires : la liaison paie/performance, le niveau et la structure, c'est-à-dire la part relative accordée à chaque forme de la rémunération globale (salaire de base, primes, intéressement, ...). Ce sont ces deux dernières dimensions qui vont être maintenant abordées.

2.3.1 Référence au marché du travail et niveau de la rémunération

Notons d'emblée que le niveau de la rémunération du dirigeant considérée dans son

ensemble n'est pas indépendant de sa composition. En raison du degré de risque variable selon la forme, il existe un taux de substitution entre sécurité et niveau absolu de la rémunération. Lorsque la part relative de la rémunération globale exposée au risque s'élève, le niveau de la partie fixe s'élève également pour compenser le risque accru par le dirigeant. Ce point sera développé dans le paragraphe suivant. Nous nous contenterons d'évoquer ici le rôle joué par le marché du travail des dirigeants dans la détermination de leur rémunération. Ce rôle est double. Le marché des dirigeants fournit tout d'abord un plancher pour le montant de la rémunération effectivement alloué. La possibilité pour le dirigeant d'être embauché à ce niveau de salaire par une autre entreprise contraint la firme qui veut l'attirer ou le retenir à lui verser au moins ce montant, appelé salaire de réservation. Mais dans le même temps, l'existence sur le marché du travail (interne ou externe) de concurrents de compétence équivalente limite les prétentions des dirigeants, empêchant ainsi la rémunération versée de s'éloigner trop substantiellement du niveau du marché. Par ailleurs dans la théorie de l'agence, le marché du travail constitue l'un des mécanismes de contrôle externe des dirigeants dans la mesure où les niveaux de salaire qu'il fixe reflètent l'effet des décisions de ces derniers sur la richesse des actionnaires (Fama, 1980). Notons que l'efficacité du marché est alors subordonnée à sa capacité à évaluer l'impact exact des décisions des dirigeants, capacité dont il est permis de douter.

2.3.2 L'impact de la rémunération globale sur l'horizon temporel et l'exposition au risque du dirigeant

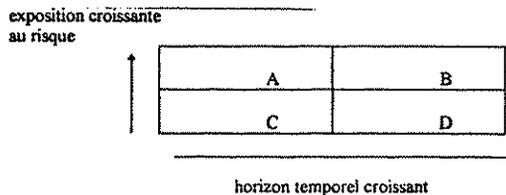
A chaque configuration de la rémunération sont attachés un certain degré de risque et un horizon temporel. Or, ces deux dimensions jouent un rôle fondamental dans le processus de prise de décision des dirigeants, tout particulièrement lorsqu'il s'agit d'évaluer des projets d'investissement. Les dirigeants ont une certaine aversion pour le risque. Cette attitude s'explique par le fait qu'à la différence des actionnaires, dont le patrimoine est plus diversifié, une large part de la richesse des dirigeants (incluant le capital humain, les salaires cumulés, les actions détenues) est étroitement liée au sort de l'entreprise (Lambert et Larcker, 1990). Cette caractéristique peut conduire ces derniers à rejeter un projet rentable en raison du degré de risque associé jugé trop élevé. De la même manière, l'horizon temporel du dirigeant, s'il est trop court, peut l'inciter à privilégier des projets à faible délai de récupération au détriment d'autres dont la rentabilité n'apparaît qu'à l'issue d'une période plus éloignée. Dans ces conditions, la problématique associée à la conception de la rémunération des dirigeants est la suivante : comment en combiner de manière optimale les différents éléments afin d'obtenir le maximum d'impact sur la performance de l'entreprise, compte tenu de l'effet engendré par le design particulier de la rémunération sur l'horizon temporel et le degré d'exposition au risque du dirigeant ?

Des réponses d'ordre général ont été fournies, qui traitent séparément la question de l'horizon temporel et celle de la prise de risque. On a ainsi pu montrer que la mise en place dans l'entreprise de formules de rémunération à «long terme» (incluant une partie différée subordonnée à la réalisation d'objectifs sur cinq ans) accroissait significativement les montants investis à long terme (Larcker, 1983). De même, la question du partage du risque de l'entreprise entre actionnaires et dirigeants a fait l'objet de développements importants par les théoriciens de l'agence. Force est de constater toutefois la faible opérationnalité des recommandations fournies lorsqu'elles indiquent simplement que «les contrats optimaux doivent refléter l'arbitrage entre les objectifs de partage efficient du risque et d'incitation des dirigeants à agir de façon appropriée» (Jensen et Murphy, 1990). Par ailleurs, on peut penser qu'il n'existe pas une solution optimale mais que si l'on se place dans une perspective de politique de rémunération stratégique, les choix effectués en matière de rémunération des dirigeants devraient refléter, au moins partiellement, les grandes orientations stratégiques de la firme. On adopterait alors une conception plus contingente de la politique de rémunération (Balkin et Gomez-Mejia, 1987; Gomez-Mejia et Welbourne, 1988).

2.3.3 Un outil de gestion : la matrice de rémunération stratégique de Booz, Allen et Hamilton

La matrice de rémunération stratégique est un outil développé par des consultants américains spécialisés dans les politiques de rémunération. Elle croise deux dimensions : l'exposition au risque et l'horizon temporel. La première est mesurée par le rapport de la rémunération «à risque» (bonus, stocks options, ...) sur le salaire annuel, baptisé ratio de rémunération contingente et la seconde par le ratio de rémunération à long terme (somme des éléments liés à des indicateurs de performance à long terme/somme des éléments liés aux performances de l'année courante).

Schéma 3 : la matrice de rémunération stratégique



Cet outil présente un double intérêt. D'une part, il permet de synthétiser les deux dimensions critiques de la rémunération des dirigeants et d'évaluer l'impact (rétrospectif ou anticipé) sur ces dernières de tout changement dans le «mix» de la rémunération globale. D'autre part, il constitue un support de réflexion pour la conception d'une rémunération définie en termes stratégiques. Le quadrant C par exemple serait plutôt adapté au cas de firmes leaders sur un marché oligopolistique, protégé par de solides barrières à l'entrée, où les innovations de produits ou de services ont peu de chances d'être rentables. A l'inverse, dans un secteur technologiquement avancé, caractérisé par un rythme intense de changement et des montants élevés consacrés à la recherche-développement, la nécessité d'assumer des risques importants tout en se plaçant dans une perspective de long terme conduit à situer d'emblée la rémunération du dirigeant dans le quadrant B.

La théorie de l'agence ne rend que très imparfaitement compte de la réalité du lien entre rémunération des dirigeants et performance. Quoique statistiquement significative, l'intensité de cette liaison apparaît en général beaucoup trop faible pour pouvoir exercer un quelconque effet incitatif sur le comportement des cadres dirigeants. Toutefois, la sensibilité de la rémunération à la performance ne présente pas un caractère uniforme. Elle varie suivant la taille et la structure du capital de l'entreprise. L'introduction de cette dernière variable dans l'analyse semble très prometteuse. Elle permet notamment d'affiner la compréhension des différents logiques d'évaluation de la performance à l'oeuvre dans les entreprises et de préciser les indicateurs qui leur correspondent. Ce domaine de recherche gagnerait maintenant à être documenté par des études de terrain portant sur des entreprises françaises.

Bibliographie

Adams J.S., 1963, "Toward an understanding of inequity", *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 67, pp. 422-436.

Amann B., Couret A., 1992, "Les relations actionnaires-dirigeants selon les types d'organisations", *Revue Française de Gestion*, n° 67, pp.93-102.

Aoki M., 1990, "Towards an economic model of the japanese firm", *Journal of Economic Literature*, March.

Ashton D., 1991, "Agency Theory and contracts of employment", in D. Ashton, T. Hopper and R. Scapens (eds), *Issues in Management Accounting*, Prentice Hall.

Baiman S., 1990, "Agency Research in managerial Accounting : a second look", *Accounting, Organizations and Society*, vol. 15, N°4, pp. 341-371.

Baker G.P., Jensen M.C., Murphy K.J., 1988, "Compensation and Incentives : Practice vs theory", *The Journal of Finance*, July, 43(3), pp. 593-616.

- Balkin D. B., Gomez-Mejia L.R., 198, "Relationship between organization strategy, pay strategy and compensation effectiveness : an exploratory study", papier présenté à la 47ème Academy of Management Meeting, New-Orleans.
- Baumol W.J., 1959, *Business behavior, value and growth*, Macmillan.
- Berle A.A., Means G.C., 1932, *The modern corporation and private property*, The Mac Millan Company.
- Benston G.J., 1985, "The self-serving management hypothesis, some evidence", *Journal of Accounting and Economics*, n°7, pp. 67-84.
- Becker G. S., 1964, *Human capital*, National Bureau of Economic Research.
- Brindisi L.J., 1990, "Executive compensation links to shareholder value creation", *Executive compensation : A strategic guide for the 1990s*, Foulkes F.K. Ed. Harvard Business School Press, pp. 272-289.
- Charreaux G., Pitol-Belin J.P., 1990, *Le conseil d'administration*, Vuibert Gestion.
- Deci E., 1972, "The effects of contingent and non-contingent rewards and controls on intrinsic motivations", *Organizational Behavior and Human Performance*, 8.
- Fama E.F., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88.
- Fontaine P., N'Jiokou C., 1996, "Une comparaison internationale des caractéristiques financières des entreprises", *XIIIème journées nationales des I.A.E. Communications tome 1*, pp. 141-157.
- Ghertman M., 1995, "Le "reengineering" est-il exportable ? Les leçons de l'internationalisation des modèles de management", *Problèmes économiques*, n° 2412, pp. 1-8.
- Godard L., 1996, "Conseil d'administration, stratégie et performance financière", *XIIIème journées nationales des I.A.E. Communications tome 1*, pp. 158-174.
- Gomez-Mejia L. R., Tosi H., Hinkin T., 1987, "Managerial control, performance and executive compensation", *Academy of Management Journal*, Vol. 30, n° 1, pp.51-70.
- Gomez-Mejia L. R., Welbourne T.M., 1996, "Compensation : an Overview and future steps", *Human Resources Management*, (Third Ed.), Ferris Ed. Prentice Hall, pp.291-306.
- Hamel G., Stern J., 1995, "Le court terme peut-il ruiner la vision à long terme ?", *L'Expansion Management Review*, Décembre, pp. 64-69.
- Hamel G., Prahalad C.K., 1990, "The Core Competence of the Corporation", *Harvard Business Review*, May-June, pp. 79-91.
- Handler S. A., 1992, "The emphasis on value-based strategic management in U.K. companies", *Journal of Strategic Changes*, Vol. 1, pp. 19-37.
- Herzberg F., 1968, "One more time : how do you motivate employees ?", *Harvard Business Review*, January-February, pp. 109-120.
- Jensen M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, Mars, Vol. 76 n° 2, pp. 323-329.
- Jensen M.C., Murphy K.J., 1990, "Performance-pay and top-management incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, n°2, pp.225-264.
- Kohn A., 1988, "Incentives can be bad for business", *I.N.C.*, January, pp. 93-94.
- Lambert R.A., Larcker D.F., 1996, "Executive compensation, corporate decision making and shareholder wealth : a review of the evidence", *Executive compensation : A strategic guide for the 1990s*, Foulkes F.K. Ed. Harvard Business School Press, pp. 98-125.
- Langevin P., 1992, "Systèmes de rémunération et d'évaluation des managers et performance de l'entreprise", *Comptabilité et Stratégie Congrès A.F.C. Bordeaux*, pp. 180-201.
- Larcker D., 1983, "The association between performance plan adoption and corporate capital investment", *Journal of Accounting and Economics*, 5.
- Lawler E.E., 1973, *Motivation in Work Organizations*, Brooks/Cole.
- Lawler E.E., 1971, *Effectiveness : a psychological view*, MacGraw-Hill.
- MacGuire J.W., Chiu J.S., Elbing A.O., 1962, "Executive incomes sales and profits", *American Economic Review*, Vol. 52, September, pp. 753-761.
- Mills P.A., 1994, "The adjudication of accounting-based compensation contracts in the pre-1934 period", *Accounting, Business and Financial History*, Vol. 4, n°3, pp. 385-402.
- Ogden S. G., 1993, "The limitations of Agency Theory : the case of accounting-based profit schemes", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 4, n° 4, pp. 179-206.
- Pastré O., 1995, "Le gouvernement d'entreprise : questions de méthodes et enjeux théoriques", *Problèmes économiques*, n°2423, pp. 1-8.

Pigé B., 1994, "La politique de rémunération en tant qu'incitation à la performance des dirigeants", *Revue du Financier*, n° 95, pp. 44-65.

Pigé B., 1992, "Politique de rémunération des dirigeants et performance de l'entreprise, une synthèse de la littérature", in *Annales du Management, Economica*, tome 2, pp. 241-258.

Sanders W. G., Davis-Blake A., Frederickson J.W., 1995, "Prizes with strings attached : Determinants of the structure of CEO compensation", *Fifty-fifth annual meeting of the Academy of Management*, D. Perrin Moore Ed., pp.266-270.

Scheard P., 1989, "The main bank system and corporate monitoring and control in Japan", *Journal of Behavior and Organization*, n° 11, pp. 399-422.

Vroom V.H., 1964, *Work and motivation*, Wiley.