

**LES CRITÈRES DE DÉTERMINATION DE LA PART  
VARIABLE DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS  
DU CAC 40**

Grégory HEEM,

Maitre de conférences, Université de Nice-Sophia Antipolis'

Résumé :

*L'objet de cet article est d'analyser les critères de détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants des sociétés du CAC 40. La question de l'incitation des managers a le plus souvent été analysée en termes de relation d'agence. Dans la théorie de l'agence, les dirigeants sont des agents qui ont vocation à gérer l'entreprise dans l'objectif de créer de la richesse pour les actionnaires. Cette création de richesse se traduit essentiellement par la distribution de dividendes et par l'augmentation du cours de bourse. Or dans ses développements les plus récents, cette théorie propose d'élargir la préoccupation des dirigeants à d'autres parties prenantes. L'objet de nos recherches est alors d'étudier sur quels critères les bonus sont calculés et ainsi apporter un éclairage sur les objectifs assignés aux dirigeants des grandes entreprises françaises.*

## INTRODUCTION

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

Les dirigeants perçoivent une rémunération qui est habituellement scindée en trois composantes. La rémunération fixe qui est déconnectée des aléas économiques et récompense la qualification et l'expérience du dirigeant. La rémunération variable appelée aussi bonus est liée à la réalisation d'objectifs à court terme. Et enfin les stock-options dont la valeur dépend de l'évolution du cours de bourse à moyen et long terme.

Comme l'ont rappelé Eminent et al. (2009), la structure de la rémunération du dirigeant fait référence au choix par le conseil d'administration d'une pondération entre les différents modes de rémunération possibles afin de discipliner le dirigeant. Devers et al. (2007) précisent que cette pondération affecte l'espérance de gain du dirigeant et l'horizon temporel de ses décisions.

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

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

## 1. LES JUSTIFICATIONS THÉORIQUES DE LA PART VARIABLE DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS

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

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

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

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

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

performance de l'entreprise, en prenant en considération comme indicateurs de mesure les flux de dividendes et le cours de l'action (d'Arcimoles et Le Maux 2005).

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

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

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

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

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

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

En conséquence nous proposons les hypothèses suivantes :

---

**Hypothèse 1 : les bonus des dirigeants sont conditionnés à des objectifs de performance financière.**

---

**Hypothèse 2 : les bonus des dirigeants sont conditionnés à des objectifs de cours de bourse.**

---

Mais cette volonté de privilégier uniquement les actionnaires est remise en cause par les développements les plus récents de la théorie de l'agence et par la théorie des parties prenantes.

En effet, Hill et Jones (1992) proposent une théorie de l'agence élargie qui étend son cadre traditionnel afin de prendre en compte les intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Pour ces auteurs les stakeholders sont des individus ou des groupes qui ont une revendication légitime sur l'entreprise. Cette légitimité est établie à travers une relation d'échange.

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

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

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

Pour Donaldson et Preston (1995), les parties prenantes sont des personnes ou des groupes qui ont un intérêt légitime dans l'activité de l'entreprise et cet intérêt a une valeur intrinsèque. Ces auteurs précisent que la théorie des parties prenantes est une théorie managériale car elle amène à prêter attention aux intérêts légitimes des stakeholders. Ces derniers ayant un pouvoir d'influence sur la performance de l'entreprise.

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

Face à la diversité des parties prenantes Clarkson (1995) propose de distinguer les parties prenantes primaires et secondaires. Les stakeholders primaires sont ceux dont la participation continue est indispensable à la survie de l'entreprise. On trouve dans cette catégorie les actionnaires, les investisseurs, les salariés, les clients, les fournisseurs, les autorités publiques. Les stakeholders secondaires sont ceux qui ne sont pas engagés dans des transactions avec la firme et qui ne sont pas essentiels pour sa survie.

Dans cette perspective le bien être des parties prenantes dépend largement des décisions des managers de l'entreprise. Dans une optique de pérennité les dirigeants sont alors incités à prendre en compte les attentes de ses partenaires essentiels. Freeman (1984) propose ainsi de les hiérarchiser en analysant les menaces qu'elles font peser sur l'entreprise. D'autres auteurs tels que Frooman (1999) considèrent que c'est le degré de dépendance de l'entreprise vis-à-vis des parties prenantes qui compte.

Selon Dejean et Gond (2004) la perception des attentes des parties prenantes dépend avant tout de la perception que les dirigeants ont de leur statut, la vision de la responsabilité sociétale varie donc d'une entreprise à une autre. Pour ces auteurs le terme sociétal est utilisé de préférence à social lorsqu'il désigne les responsabilités de l'entreprise à l'égard de multiples stakeholders au-delà des relations employeurs/employés.

En conséquence nous proposons les hypothèses suivantes :

---

**Hypothèse 3 : les bonus des dirigeants sont conditionnés à des objectifs de satisfaction des employés.**

---



---

**Hypothèse 4 : les bonus des dirigeants sont conditionnés à des objectifs de responsabilité sociétale.**

---

## 2. LA MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

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

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

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

(1999) et Bouton (2002) sur le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

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

En 2002, le rapport Bouton préconise qu'avec le concours de son comité des rémunérations, dont la composition serait rappelée, le Conseil d'administration de toute société cotée consacre un chapitre spécifique de son rapport annuel à l'information des actionnaires sur les rémunérations perçues par ses dirigeants. Cet exposé doit présenter les principes de répartition des fractions fixes et variables des rémunérations, les critères d'assiette des parties variables et les règles d'attribution des bonus ou des primes.

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

Dans la lignée de l'étude d'Erminet et al. (2009), nous considérons comme dirigeants les mandataires sociaux en charge de responsabilités exécutives. Les dirigeants sont donc, selon la structure juridique des sociétés, les présidents directeurs généraux, les directeurs généraux dans les cas de séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, ou les présidents de directoires.

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

Le code de commerce français précise dans son article L.225-102 (modifié par la loi du 26 juillet 2005) que le rapport présenté par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, à l'assemblée générale décrit en les distinguant, les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et ces avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis.

### 3. LES RÉSULTATS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A la lumière de ces résultats sur les indicateurs quantitatifs et qualitatifs, nos hypothèses 1 et 2 relatives aux critères de performance financière et de cours de bourse sont validées. A l'inverse, les hypothèses 3 et 4 qui concernent les critères de satisfaction des employés et les critères sociétaux ne sont pas validées.

#### 4. DISCUSSION ET CONCLUSION

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

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

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

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

En réalité comme le précisent McGuire et al. (2003), malgré les propositions de la théorie des parties prenantes, les bonus sont principalement évalués à l'aune de la performance stratégique et financière comme le propose la théorie de l'agence. Les dirigeants des sociétés du CAC 40 sont principalement incités sur le résultat et le cours de bourse ce qui fait naître des craintes à l'image de Oyer (1998). En effet, fixer la rémunération des dirigeants sur le résultat comptable peut conduire à une manipulation de ce dernier. Dans le passé récent, aux Etats-Unis, plusieurs affaires de fraude comptable ont été révélées. Il s'agissait dans plusieurs cas, comme celui de Xerox en 2001, de comptabilisation de chiffre d'affaires par anticipation afin de gonfler le résultat.

Les récents règlements ont permis d'améliorer la transparence sur les rémunérations. Notre recherche a montré que très peu d'entreprises ont intégré des critères sociaux ou sociétaux dans la détermination de la part variable de la rémunération de leurs dirigeants. Le passage de la prise de conscience à la mise en œuvre concrète de tels critères reste encore à observer.

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

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

Holthausen et al. (1995) pointent également le problème de la manipulation des profits car les critères de détermination des bonus sont fondés principalement sur la performance financière.

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

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

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

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

## RÉFÉRENCES

- Alchian, A., Demetz, H. (1972), Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Alcouffe, C. (2004), La rémunération des dirigeants en France : fondements et pratiques, Les notes du LIRHE, 399.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M. (2003), Executive compensation as an agency problem, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), 71-92.
- Berle, A. A., Means, G. (1932). The modern corporation and the private property. Mc Millan.
- Bouton, D. (2002). Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées. AFEP-MEDEF.
- Clarkson, M. E. (1995), A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance, *Academy of Management Review*, 20, 92-117.
- Coombs, J. E., Gilley, K. M. (2005), Stakeholder management as a predictor of CEO compensation : main effects and interactions with financial performance, *Strategic Management Journal*, 26, 827-840.
- Cooper, S. M., Owen, D. L. (2007), Corporate social reporting and stakeholder accountability: The missing link, *Accounting, Organizations and Society*, 32 (7-8), 649-667.
- d'Arcimoles, C. H., Le Maux, J. (2005). Gouvernance d'entreprise et rémunération des dirigeants en France : variation sur la transparence et la performance. In *Les cahiers du CERGOR*, Vol. 2 (Ed, Amadieu, J. F.). 27 p.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. (1991), Executive incentives and the horizon problem : an empirical investigation, *Journal of Accounting and Economics*, (14), 51-59.
- Dejean, F., Gond, J.-P. (2004), La responsabilité sociale des entreprises : enjeux stratégiques et méthodologie de la recherche, *Finance Contrôle Stratégie*, 7 (1), 5-31.
- Devers, C. E., Cannella Jr, A. A., Reilly, G. P., Yoder, M. E. (2007), Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments, *Journal of Management*, 33 (6), 1016-1072.
- Donaldson, T., Preston, L. E. (1995), The stakeholder theory of the corporation : concepts, evidence, and implications, *Academy of Management Review*, 20 (1), 65-91.
- Elliott, J. A., Shaw, W. H. (1998), Write-offs as accounting procedures to manage perceptions, *Journal of Accounting Research*, (26), 91-119.
- Eminet, A., Guerdi, Z., Asseman, S. (2009), Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social, *Finance Contrôle Stratégie*, 12 (3), 5-36.
- Fama, E. F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.
- Fattorusso, J., Skovoroda, R., Buck, T., Bruce, A. (2007), UK executive bonuses and transparency - A research note, *British Journal of Industrial Relations*, 45 (3), 518-536.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., Vincent, L. (2001), Empirical research on accounting choice, *Journal of Accounting and Economics*, (31), 255-307.
- Francis, J., Hanna, D., Vincent, L. (1996), Causes and effects of discretionary write-offs, *Journal of Accounting Research*, (34), 117-134.
- Freeman, R. E. (1984). Strategic management : a stakeholder approach. Boston: Pitman.
- Frooman, J. (1999), Stakeholder influence strategies, *Academy of Management Review*, 24 (2), 191-205.
- Gond, J.-P., Mercier, S. (2005), Les théories de parties prenantes : une synthèse critique de la littérature, Les notes du LIRHE, 411.
- Hall, B. J., Liebman, J. B. (1998), Are CEOs really paid like bureaucrats ? The Quarterly Journal of Economics, 113 (3), 653-691.
- Hill, C. W. L., Jones, T. M. (1992), Stakeholder-agency theory, *Journal of management studies*, 29 (2), 131-154.
- Hillman, A. J., Keim, G. D. (2001), Shareholder value, stakeholder management, and social issues : what's the bottom line ?, *Strategic Management Journal*, 22 (2), 125-139.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., Sloan, R. G. (1995), Annual bonus schemes and the manipulation of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 19 (1), 29-74.
- Jensen, M. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M., Meckling, W. (1976), Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J. (1990), Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy*, 98 (2), 225-264.
- Johnson, R. A., Greening, D. W. (1999), The effect of corporate governance and institutional ownership types of social corporate social performance, *Academy of Management Journal*, 42 (5), 564-576.



- Joseph E. Coombs, K. Matthew Gilley. (2005), Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance, *Strategic Management Journal*, 26 (9), 827-840.
- McGuire, J., Dow, S., Arghyeyd, K. (2003), CEO Incentives and Corporate Social Performance, *Journal of Business Ethics*, 45 (4), 341-359.
- McWilliams, A., Siegel, D. (2001) In *Academy of Management Review*, Vol. 26 Academy of Management, pp. 117-127.
- Mercier, S. (2001). *L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature*. XIème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique.
- Oyer, P. (1998), Fiscal year ends and nonlinear incentive contracts : the effect on business seasonality, *Quarterly Journal of Economics*, 113 (1), 149-185.
- Phillips, R. A., Reichart, J. (2000), The Environment as a Stakeholder? A Fairness-Based Approach, *Journal of Business Ethics*, 23 (2), 185-197.
- Pourciau, S. (1993), Earnings management and non-routing executive changes, *Journal of Accounting and Economics*, (16), 317-336.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Stroh, L. K., Brett, J. M., Baumann, J. P., Reilly, A. H. (1996), Agency theory and variable pay compensation strategies, *Academy of Management Journal*, 39 (3), 751-767.
- Strong, J. S., Meyer, J. R. (1987), Asset write-downs : managerial incentives and security returns, *Journal of Finance*, 42 (3), 643-661.
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., Gomez-Mejia, L. R. (2000), How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies, *Journal of Management*, 26 (2), 301-339.
- Vienot, M. (1999). Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise. AFEP-MEDEF.