

Contrôle du Conseil d'administration et rémunération des dirigeants : réplique de la recherche de Boyd (1994) au contexte français

Vigliano Marie-Hélène, Doctorante
DMSP- DRM UMR 7088, Université Paris Dauphine

Place du Maréchal de Lattre de Tassigny, 75775 Paris Cedex 16

Tel : 06 64 99 73 32 ; Fax : 01 44 05 44 49

marie-hélène.vigliano@dauphine.fr

Résumé

Cet article s'intéresse au rôle du contrôle exercé par le conseil d'administration dans la détermination de la rémunération des dirigeants français. L'ancrage théorique de cet article est celui de la théorie de l'agence, théorie dominante dans l'étude des déterminants de la rémunération des dirigeants. Partant du constat que peu de recherches françaises ont étudié les déterminants de la rémunération des dirigeants, nous répliquons la recherche de Boyd (1994). L'hypothèse testée est la suivante : la rémunération des dirigeants est inversement reliée au niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration.

L'intérêt de cet article est donc de compléter la littérature existante, principalement anglo-saxonne, en apportant des résultats issus d'un contexte différent : le contexte français. La question que nous nous posons est la suivante : retrouvons-nous, en France, dans un contexte économique, politique et culturel différent, les résultats mis en avant par la littérature anglo-saxonne ? Une méthodologie quantitative, fondée sur les modèles d'équations structurelles (PLS graph), est déployée afin de tester notre hypothèse : le contrôle du conseil d'administration est considéré comme une variable latente mesurée par cinq indicateurs formatifs.

Nos résultats montrent deux points essentiels. En premier lieu, nous confirmons que, dans un contexte français, le niveau de rémunération des dirigeants est inversement relié au niveau du contrôle exercé par le conseil d'administration. En deuxième lieu, nous montrons que tous les indicateurs mesurant le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration ne sont pas significatifs.

Ainsi, cet article combine des apports à la fois empiriques (première recherche française testant cette hypothèse) et méthodologiques (utilisation des équations structurelles).

Mots clés : rémunération des dirigeants, contrôle du conseil d'administration, théorie de l'agence, réplique, équations structurelles.

INTRODUCTION

L'intérêt pour la rémunération des dirigeants a produit une littérature d'une grande prolixité et ce thème apparaît ainsi au centre de nombreuses publications qu'elles soient grand public ou académiques, et ce depuis de nombreuses années¹. Ainsi, l'étude de la rémunération des dirigeants a donné lieu à la publication de plus de 300 recherches aux Etats-Unis (Gomez-Mejia 1994, Gomez-Mejia et Wiseman, 1997, Barkema et Gomez-Mejia, 1998). Le thème de la rémunération des dirigeants a longuement été abordé aux Etats-Unis et cela, dans de nombreux domaines : en économie, en ressources humaines, en comptabilité, en finance et en management (O'Reilly, Main et Crystal, 1988 ; Main et Johnston, 1993). La littérature a tenté de mettre en évidence les facteurs qui pouvaient déterminer cette rémunération, en utilisant comme paradigme dominant la théorie de l'agence.

Les recherches se sont généralement intéressées à l'étude de « familles » de déterminants de cette rémunération. Ainsi, Boyd (1994), Core, Holthausen et Larcker (1997) ou bien Conyon et Peck (1998) s'intéressent particulièrement au rôle du conseil d'administration. David, Kochar et Levitas (1998) s'intéressent à la structure de propriété et, en particulier, à l'actionnariat des institutionnels. Enfin, par exemple, Cordeiro et Veliyath (2003) tentent une recherche plus exhaustive et s'intéressent à la fois au risque de la firme, à la performance, à la structure de propriété et à certains éléments du conseil d'administration.

De cette littérature se dégagent ainsi trois types de déterminants :

- des déterminants organisationnels : la performance, le risque, les opportunités de croissance et la politique financière;
- des déterminants liés à la structure de propriété, c'est-à-dire l'actionnariat du dirigeant, la concentration du capital et l'actionnariat des institutionnels ;
- des déterminants liés au contrôle exercé par le conseil d'administration.

Cet article s'intéresse à ce dernier type de déterminant.

En effet, l'objectif de notre article est de mesurer l'influence qu'exerce le niveau de contrôle du conseil d'administration sur le niveau de la rémunération des dirigeants. Nous adoptons comme ancrage théorique la théorie de l'agence et procédons à la réplique d'une recherche

¹ Gomez-Mejia et Wieman (1997) rapportent dans leur article qu'une des premières recherches sur ce thème a été publiée en 1925 (Taussig, F.W et W. S. Baker, (1925), American corporations and their executives : statistical inquiry, *Quarterly Journal of Economics*, 3, 1-15.

américaine : Boyd (1994). Cette dernière opérationnalise le contrôle du conseil d'administration au sein d'un modèle structurel. La recherche de Boyd a un double objectif. Il s'agit, d'une part, de développer un modèle de mesure du niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration à l'aide de cinq indicateurs : la dualité, la composition du conseil, la rémunération des administrateurs, la nature de ces administrateurs ainsi que leur actionnariat. D'autre part, cet article mesure l'impact du niveau de contrôle du conseil d'administration dans la détermination de la rémunération des dirigeants. Ainsi l'hypothèse testée par Boyd est la suivante : la rémunération des dirigeants est inversement relié au niveau de contrôle du conseil d'administration.

L'intérêt de cet article est donc de compléter la littérature existante, principalement anglo-saxonne en apportant des résultats issus d'un contexte différent, le contexte français pour lequel peu de preuves empiriques ont été apportées en matière de rémunération des dirigeants. En effet, peu de travaux, en dehors des Etats-Unis, se sont intéressés à ce phénomène, et les chercheurs anglo-saxons semblent s'accorder pour dire que l'exploration de nouveaux contextes peut être importante et que les recherches américaines dans le domaine ne suffisent pas. Cordeiro et Veliyath expliquent ainsi que « *néanmoins, pour qu'une théorie plus fine et généralisable de la rémunération des dirigeants émerge, ces résultats obtenus à partir d'échantillons américains doivent être étendus, validés et répliqués dans un contexte international (...)* La réplique des résultats américains dans des contextes étrangers et l'établissement de leur généralisation est un domaine potentiel de recherche future fructueux² (2003 : 63). En France, sur 196 articles publiés en 10 ans (1994-2003) sur la gouvernance, seuls 7 ont traité de la rémunération (Charreaux et Schatt, 2005) et aucun n'a, à notre connaissance, étudié le rôle du conseil d'administration dans le processus de détermination de la rémunération des dirigeants français³. D'après Alcouffe (2004), le faible nombre de recherches menées sur la rémunération des dirigeants résulte du faible nombre de données disponibles en France jusqu'aux récentes évolutions en matière de

² "However for a finer-grained and generalizable theory of executive compensation to emerge, these findings obtained from U.S. samples need be extended, validated and replicated in an international context (...)Replication of U.S. findings in overseas contexts and establishing their generalizability is a potential fruitful area for future research to pursue"

³ Empiriquement, Albouy (2004) teste les effets de la taille (non reliée à la théorie de l'agence) et de la performance sur la rémunération des dirigeants. D'Arcimoles et Le Maux (2005), outre les deux déterminants précités, s'intéressent à la présence d'un comité des rémunérations et à la structure de l'endettement. Trépo et Roussel (1999) se sont également intéressés à ce phénomène par le biais d'une enquête réalisée par questionnaires

gouvernement d'entreprise (notamment la Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques, dite loi NRE, promulguée en 2001).

La question que nous nous posons donc est la suivante : *retrouvons-nous, en France, les résultats mis en avant par la littérature anglo-saxonne ?* Une démarche hypothético-déductive est adoptée afin d'analyser le rôle du conseil d'administration dans la détermination de la rémunération des dirigeants. Une méthodologie quantitative est présentée. Cette dernière porte sur un échantillon de 103 dirigeants français pour l'année 2002. Les modèles d'équations structurelles sont utilisés. Cet article est organisé en trois parties. La première partie synthétise la littérature fondée sur la théorie de l'agence et portant sur la rémunération et sur le rôle du conseil d'administration. La deuxième partie expose la méthodologie déployée, en particulier le recours aux équations structurelles. Le test des hypothèses et les résultats sont présentés dans une dernière partie.

1. REVUE DE LA LITTERATURE ET HYPOTHESE

1.1. LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET LE CONTROLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DANS LA THEORIE DE L'AGENCE

1.1.1. Les postulats de la théorie de l'agence

Les débats autour de la séparation des fonctions de propriété et de direction des firmes sont anciens, et ils constituent le point de départ de la théorie de l'agence. En effet, comme le remarquent Charreaux (1994) et Perez (2003), Adam Smith évoquait déjà au XVIII^{ème} siècle, dans ses travaux, les difficultés engendrées par la séparation des fonctions de direction assumées par le dirigeant (gestionnaire de la firme) et des fonctions de propriété assumées par les propriétaires de la firme (détenteurs du capital), à savoir les divergences d'intérêts possibles entre ces deux parties. Dans le prolongement des travaux d'Adam Smith, Berle et Means (1932) s'intéressent également à la séparation des fonctions de propriété et de décision. Ils constatent ainsi que, dans les grandes firmes managériales, les actionnaires ne peuvent assurer la gestion au quotidien. Ils délèguent par conséquent cette activité aux dirigeants et cette délégation conduit à des divergences d'intérêts entre propriétaires et dirigeants de la firme. Ceci s'explique par la non concordance des objectifs de ces individus. Jensen et Meckling (1976) vont analyser les relations liant ces deux parties. Ils parlent de « relation d'agence ». Jensen et Meckling (1976 : 308) définissent une relation d'agence comme : « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes [le principal ou les principaux] engagent une autre personne [l'agent] pour accomplir quelques*

services en leur nom, impliquant la délégation d'une partie de l'autorité de prise de décision à l'agent »⁴. Dans le cadre de la relation d'agence dirigeant/actionnaire, le principal (l'actionnaire) va confier l'usus de son droit de propriété à un agent (le dirigeant), à charge pour ce dernier de gérer conformément aux intérêts de son principal (Parrat, 2003). L'actionnaire délègue parce qu'il ne peut pas ou ne veut pas se charger en permanence de ses propres intérêts. Il y a bien alors séparation des fonctions de propriété et de décisions. Néanmoins, cette séparation des fonctions de propriété et de décision est source de divergences d'intérêts entre les deux parties, d'autant plus qu'il existe, dans ce cadre théorique, des hypothèses humaines et organisationnelles.

Cette délégation de la direction ne va pas être sans conséquences. En effet, les actionnaires et les dirigeants ont des fonctions d'utilité spécifiques et leurs objectifs peuvent diverger. Rien ne permet de dire que le dirigeant maximisera son utilité en maximisant la fonction d'utilité des actionnaires. En effet, l'actionnaire va chercher la maximisation de la valeur de la firme (les profits) et le dirigeant peut rechercher la maximisation de sa propre richesse, notamment sa rémunération.

En outre, l'agent ne peut réellement savoir ce que fait le principal qu'en fonction de l'information dont il dispose. La théorie présuppose qu'il y a asymétrie d'information : l'information détenue par les dirigeants est plus importante que celle qui est détenue par les actionnaires et par les investisseurs, ce qui peut permettre aux dirigeants d'agir dans leur propre intérêt. Dans la relation actionnaire-dirigeant, la présence effective du dirigeant dans la firme lui confère un avantage en termes de détention d'informations, (informations techniques, juridiques, et financières), dont il va pouvoir dissimuler l'existence ou différer la divulgation.

De cette situation (i.e divergence d'intérêts) vont apparaître les coûts d'agence. Les coûts d'agence « apparaissent dans toutes les situations qui impliquent un effort de coopération (...) par deux ou plus de personnes même s'il n'y a pas de relation principal-agent clairement définie » (Jensen et Meckling, 1976 : 309). Comme il a été précédemment établi, il est impossible pour le principal d'assurer à coût nul que l'agent prendra des décisions optimales du point de vue du principal. Dans la majorité des relations d'agence, le principal et l'agent subiront des coûts.

De par sa nature, la relation d'agence constitue une difficulté, dans la mesure où les intérêts personnels du principal et ceux de l'agent sont divergents. L'alignement des intérêts des managers

⁴«A contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent”.

sur ceux des actionnaires doit passer par la mise en place d'un contrat, unité d'analyse de la théorie de l'agence.

1.1.2. Le contrat face à la sélection adverse et au hasard moral

L'objectif du principal est de proposer le contrat qui incite l'agent à fournir le plus grand effort possible, avec le coût salarial le plus faible possible. Néanmoins, les contrats signés sont nécessairement incomplets, parce qu'il n'est pas possible *ex ante* de prévoir l'ensemble des situations qui pourraient se présenter. Les dirigeants peuvent donc être tentés d'exploiter les failles qu'ils croient déceler dans les contrats, afin d'augmenter leur utilité. La théorie de l'agence se fonde sur « l'hypothèse d'agence » (Eisenhardt, 1989) : une incertitude naît du fait qu'il existe une asymétrie d'information. De cette asymétrie d'information vont découler deux phénomènes :

- *la sélection adverse* : à la signature du contrat, l'actionnaire ne dispose pas nécessairement de toute l'information utile pour définir de manière précise le contrat. Il peut y avoir de l'information cachée. Il s'agit d'une asymétrie d'information *ex ante* ;
- *le hasard moral* : il n'est pas possible pour l'actionnaire d'évaluer avec précision la gestion du dirigeant. Ainsi, le principal ne peut savoir si l'agent a agi de manière conforme à ses intérêts, soit parce qu'il n'a pas la compétence pour l'observer, soit parce qu'il est coûteux d'observer ces comportements. Nous sommes en présence d'asymétrie d'information *ex post*.

De la sorte, si les intérêts des principaux diffèrent de ceux des agents, si les principaux ont une connaissance incomplète de l'action de leurs agents, comment peuvent-ils s'assurer que ceux-ci agissent, comme convenu, dans l'intérêt du principal et non pas pour leur propre intérêt ? Les principaux vont avoir à leur disposition deux moyens de limiter les pertes liées aux divergences d'intérêt : mettre en place un système d'incitation et des mécanismes de contrôle (Jensen et Meckling, 1976; Fama, 1980).

Dans le cadre de relations d'agence, le dirigeant n'agira dans l'intérêt des actionnaires que s'il y est incité. La rémunération va alors agir comme un « levier d'action » (Charreaux, 1994) à la disposition des conseils d'administration pour discipliner les dirigeants, mais également pour les inciter à agir dans l'intérêt des actionnaires. Pour réduire le hasard moral, le principal transfère le risque aux agents, en liant le salaire des employés (bonus etc.) aux revenus (profits, par exemple) qui sont importants pour le principal. Cet arrangement, censé créer une interface entre le principal

et l'agent, qui partagent ainsi le risque, est nommé « alignement par les incitations » (« *incentive alignment* »), dans la théorie de l'agence (Wiseman, Gomez-Mejia et Fulgate, 2000).

D'après Ginglinger (2002 : 49), un contrat de rémunération optimal est censé répondre aux trois conditions suivantes :

- d'une part, le contrat « *doit attirer et retenir les meilleurs dirigeants* »,
- d'autre part il doit « *les inciter à se comporter dans l'intérêt des actionnaires* »,
- enfin, il doit « *minimiser les coûts d'agence globaux* ».

L'utilisation des rémunérations liées aux résultats (rémunération incitative) doit permettre d'aligner les intérêts des agents sur ceux des principaux (Jensen et Meckling, 1976 ; Eisenhardt, 1989). En effet, Jensen et Meckling (1976) énoncent que les entreprises fournissent des « packages » de rémunération qui attirent et retiennent le talent du management, en supposant que cela augmentera la richesse des actionnaires par une performance du management. Dans ce contexte, Jensen et Murphy soulignent que « *la théorie de l'agence affirme qu'un contrat optimal reliera l'utilité attendue des agents à la richesse des principaux ; par conséquent la théorie de l'agence affirme que les politiques de rémunération des dirigeants dépendront des changements survenus dans la richesse des actionnaires* »⁵ (1990: 242). La rémunération des dirigeants est donc un aspect très important dans la résolution du conflit d'agence qui existe entre dirigeant et actionnaires. La rémunération est un des moyens permettant de sanctionner un comportement déviant, lorsque les objectifs ne sont pas atteints ; elle rend possibles la réduction ou la modification des divergences d'intérêts entre actionnaire et dirigeants (Le Joly et Moingeon, 2003 :107) et la diminution des coûts d'agence.

Le contrôle va apparaître comme le deuxième mécanisme permettant de réduire les coûts d'agence et d'aligner les intérêts.

1.2. LE CONTROLE EXERCE PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration est un organe qui dispose de prérogatives importantes. Cet organe contrôle les décisions managériales et représente les intérêts des actionnaires (Conyon et Peck, 1998). Le rôle central attribué au conseil d'administration, dans la théorie de l'agence, est celui de contrôler les dirigeants Charreaux et Pitol-Belin, 1990).

⁵ «*Agency theory predicts that an optimal contract will tie the agent's expected utility to the principal's wealth; therefore agency theory predicts that CEO compensation policies will depend on changes in shareholder wealth*».

Comme nous l'avons vu en première section, la théorie de l'agence préconise la séparation des fonctions de décision et de contrôle pour régler les conflits d'agence. Ainsi, pour Fama et Jensen (1983a et 1983b), il est capital que les pouvoirs de décision et de contrôle ne soient pas concentrés entre les mêmes mains, le conseil d'administration va donc agir en ce sens. Dans la perspective de la théorie de l'agence, les conseils d'administration agissent comme « *des dispositifs de contrôle qui aident à aligner les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants* »⁶ (Fama & Jensen, 1983). Pour Jensen (1993) et Weisbach (1988)⁷, le conseil d'administration sert également de « *première ligne de défense* » aux actionnaires contre une équipe dirigeante égoïste et incompétente. Le conseil d'administration va donc non seulement tenter d'aligner les intérêts du management sur ceux des actionnaires, pour minimiser les coûts d'agence, mais également pour protéger les intérêts des actionnaires (Li, 1994). Jensen précise que « *le travail du conseil d'administration est d'embaucher, de licencier et de rémunérer les D.G. et de fournir un « conseil »⁸ de haut niveau* » (1993 : 862). Si le niveau de contrôle est élevé, moins de rémunération sera nécessaire pour aligner les intérêts et moins les dirigeants agiront de manière opportuniste.

En conséquence, l'hypothèse que nous proposons dans cet article est la suivante :

Hypothèse : la rémunération des dirigeants est inversement reliée au niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration.

La littérature suggère différentes variables ou indicateurs, qui influencent le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration sur les dirigeants. En effet, le contrôle du conseil peut être envisagé comme une variable latente dont les indicateurs, formatifs sont sa composition, la nature des administrateurs qui le composent, l'actionnariat des administrateurs, la rémunération des administrateurs, ainsi que la dualité. Cette représentation sera détaillée dans la section 3 de cet article (méthodologie).

⁶ « *Monitoring devices that help align CEO and shareholders interests* ».

⁷ Cité par Finkelstein et d'Aveni (1994). Weisbach, M. S. (1988), Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

⁸ « *The job of the board is to hire, fire, and compensate the CEO, and to provide high-level counsel* ».

1.2.1. La composition du conseil d'administration

La littérature distingue deux types d'administrateurs pouvant composer le conseil d'administration: les administrateurs internes et les administrateurs externes. Un administrateur est interne s'il détient une position de management dans la firme (Sridharan, 1996). Sont alors administrateurs externes les autres administrateurs.

La composition du conseil d'administration peut influencer le niveau de contrôle exercé par ce dernier ; en particulier, la théorie de l'agence préconise la présence d'une proportion élevée d'administrateurs externes au conseil. La séparation des fonctions de décision et de contrôle, suggérée par la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983a et 1983b), a pour corollaire la présence d'administrateurs externes à l'entreprise, au sein du conseil d'administration (Fama, 1980). Si cette condition est respectée, les coûts d'agence sont réduits à leur minimum et les dirigeants sont efficacement contrôlés. Daily, Johnson, Ellstrand et Dalton confirment: « *La préférence pour des conseils dominés par des externes est essentiellement fondée sur la théorie de l'agence. La théorie de l'agence est construite sur la notion managériale que la séparation de la propriété et du contrôle, en tant que caractéristique de la société moderne, conduit potentiellement à des actions égoïstes par ceux qui ont le contrôle. Selon la théorie de l'agence, les conseils efficaces seront composés d'administrateurs externes. On pense que ces administrateurs non liés au management fournissent à la société des bénéfices supérieurs en termes de performance, du fait de leur indépendance par rapport à la firme* »⁹ (1998 : 270-271).

Ainsi, pour Fama et Jensen (1983) la fonction de l'administrateur interne va consister au management des décisions et celle de l'administrateur externe inclut le contrôle de ces décisions. Li complète cette analyse: « *les administrateurs internes fournissent des renseignements essentiels sur les activités de la société, alors que les administrateurs extérieurs peuvent contribuer à la fois en termes d'expertise et d'objectivité quand il s'agit d'évaluer les décisions du manager* »¹⁰ (1994: 358). D'après Finkelstein et D'Aveni (1995), il existe trois grandes

⁹ "A preference of outsider-dominated boards is largely grounded in agency theory. Agency theory is built on the managerialist notion that separation of ownership and control, as characteristic of the modern corporation, potentially leads to self-interested actions by those in control- managers According to agency theory, then, effective boards will be comprised of outside directors. These non-management directors are believed to provide superior performance benefits to the firm as a result of their independence from firm management"

¹⁰ "The inside directors provide valuable information about the firm's activities, while outside directors may contribute both expertise and objectivity in valuating manager's decisions".

raisons de penser que les administrateurs externes sont plus vigilants que les autres administrateurs :

- ils insistent sur la performance financière, qui est une composante centrale du contrôle (Fama & Jensen, 1983 ; Johnson *et al.*, 1993)¹¹ ;
- plus que les administrateurs internes, ils sont susceptibles d'écarter les dirigeants qui ont obtenu de plus faibles performances (Coughlan & Schmidt, 1985 ; Warner, Watts, & Wruck, 1988 ; Weisbach, 1988)¹² ;
- ils veulent protéger leur réputation personnelle, ce qui va les inciter à contrôler (Fama & Jensen, 1983).

Ainsi, une proportion croissante d'administrateurs externes augmente la capacité du conseil d'être objectif en ce qui concerne le contrôle des dirigeants (Fama, 1980) et, dans des cas extrêmes, de remplacer des dirigeants peu performants. En conclusion, une grande proportion d'administrateurs internes présents au conseil d'administration va avoir un impact négatif sur le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration (et donc positif sur la rémunération).

Empiriquement, deux recherches testent le lien qui existe entre le pourcentage d'administrateurs internes et la rémunération des dirigeants :: Boyd (1994) et Core *et al.* (1999) qui valident une relation de sens opposée (influence positive et significative). Une grande majorité de recherche s'est intéressée au lien existant entre la proportion d'administrateurs externes et la rémunération (une influence négative sur la rémunération est supposée). Finkelstein et Hambrick (1989), Conyon et Peck (1998) ou Cordeiro et Veliyath (2003) trouvent une relation négative mais non significative entre cette variable et la rémunération des dirigeants. David *et al.* (1998), ou Cyert, Kang et Kumar (2002) trouvent une relation positive mais non significative.

Outre la composition du conseil d'administration, la nature des administrateurs peut améliorer le contrôle effectué par celui-ci et, en particulier, la présence d'actionnaires institutionnels.

1.2.2. La présence d'institutionnels

Les investisseurs institutionnels ont tout intérêt à être vigilants et à contrôler efficacement les dirigeants, puisqu'ils ont investi dans la firme. Ainsi, ils possèdent plus de moyens pour contrôler

¹¹ Cités par Finkelstein et D'Aveni (1994)

¹² Cités par Finkelstein et D'Aveni (1994)

les dirigeants que n'en ont des petits actionnaires; ils peuvent influencer les votes et possèdent également une information plus grande (Alexandre et Paquerot, 2000 ; Boyd, 1994). Par conséquent, la présence d'institutionnels a une influence positive sur le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration. A notre connaissance, seul Boyd (1994) a testé l'influence de cette variable sur le niveau de conseil d'administration, donc sur la rémunération.

Au-delà de la nature des administrateurs, l'actionnariat des administrateurs a également une influence sur la rémunération des dirigeants.

1.2.3. L'actionnariat des administrateurs

D'après la thèse de la convergence (Jensen et Meckling, 1976), l'actionnariat des parties en présence (les dirigeants, la présence des actionnaires institutionnels ou de leurs représentants au conseil) favorise la convergence des intérêts, en ce sens que l'objectif des actionnaires est la maximisation de la valeur de la firme. De ce fait, l'administrateur qui détient des actions agira dans l'intérêt des actionnaires. Dans le cas contraire, i.e. en l'absence d'investissement en termes d'actions détenues, les administrateurs risquent d'agir en faveur du management et au détriment des actionnaires (Core *et al.*, 1999). Par conséquent, la détention d'actions par le conseil est une motivation dans l'accomplissement du contrôle (Beatty & Zajac, 1994, Schleifer & Vishny, 1986). Ces administrateurs feront en sorte que la gestion soit la moins défailtante possible (Paquerot, 1997). Les administrateurs du conseil d'administration qui possèdent des actions exercent donc un niveau de contrôle beaucoup plus grand sur les éléments de gestion, dont la rémunération du dirigeant (Boyd, 1994). L'actionnariat des administrateurs influence donc positivement le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration.

Cyert *et al.* (2002) observent un impact négatif sur la rémunération, ce qui confirme les prédictions de l'agence. En outre, Core *et al.* (1999), Finkelstein et Hambrick (1989) ou bien encore Miller Wiseman et Gomez-Mejia (2002) ne valident pas l'hypothèse.

De plus, la rémunération allouée aux administrateurs peut influencer le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration.

1.2.4. La rémunération des administrateurs

Etre administrateur, c'est pouvoir développer une réputation en tant qu'expert en contrôle des décisions (Fama et Jensen, 1983). Pour qu'ils soient crédibles dans cette expertise, il est

important que les administrateurs soient peu rémunérés. Dans le cas contraire, les dirigeants pourraient passer outre au contrôle du conseil, en sélectionnant et en rémunérant bien ces administrateurs. Ainsi, le niveau de contrôle exercé par les administrateurs est liée à leur niveau de rémunération : la rémunération des administrateurs (hors PDG) a un impact négatif sur le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration. A notre connaissance, seul Boyd (1994) a testé de manière empirique ce lien.

1.2.5. La dualité

Boyd (1994) définit la dualité de la manière suivante « *la dualité des DG existe quand le DG d'une société sert également de président au conseil d'administration* »¹³ (1994 : 338). La dualité correspond donc à la situation où le dirigeant occupe également le poste de président du conseil d'administration. Selon la théorie de l'agence, pour améliorer le niveau de contrôle, les fonctions de contrôle et de décision doivent être séparées. D'après Jensen: « *pour que le conseil soit efficace, il est important de séparer les fonctions de président du conseil et celles de directeur général* »¹⁴ (1993: 866). Le président du conseil a plusieurs missions : organiser les réunions du conseil et les diriger, embaucher, licencier, évaluer et rémunérer le dirigeant (Jensen, 1993). La dualité favorise la protection (« l'entranchement ») du dirigeant en diminuant le niveau de contrôle du conseil (Finkelstein et D'Aveni, 1994). Daily et al. (1998) nous expliquent que « *le fait de préférer une structure séparée de leadership du conseil d'administration est largement fondé sur des problèmes de la théorie de l'agence, si l'on considère le potentiel de domination managériale du conseil* »¹⁵ (1998, 271-272). Ainsi, si deux individus différents occupent les deux fonctions séparément, on peut s'attendre à ce que le président soit plus diligent et ait des considérations plus équitables en ce qui concerne la fixation des niveaux de rémunération des dirigeants. On s'attend donc à ce que la dualité ait un impact négatif sur le niveau de contrôle du conseil (et donc positif sur la rémunération). Dans cette situation, le dirigeant serait à la fois juge et partie.

Cyert *et al.* (2002), David *et al.* (1998) ou Core *et al.* (1999) mettent en évidence une relation positive et significative entre la dualité et la rémunération des dirigeants. Enfin, Boyd (1994)

¹³ “CEO duality exists when a firm’s CEO also serves as the chairman in the board of directors”.

¹⁴: “For the board to be effective, it is important to separate the chairman and CEO position”.

¹⁵ “The preference for the separate board leadership structure is largely grounded in agency theory concerns regarding the potential for management domination of the board.”

observe un impact négatif de la dualité sur le niveau de contrôle d'administration. De plus, Cordeiro et Veliyath (2003) et Conyon et Peck (1998) ne constatent aucune relation significative.

2. METHODOLOGIE

Comme nous l'avons évoqué en introduction, la réplication est préconisée dans de nombreuses recherches pour obtenir une généralisation des résultats anglo-saxons. La loi NRE votée en France en 2001, permet aujourd'hui de pouvoir mener à bien une telle méthodologie puisque cette loi rend obligatoire la divulgation individuelle de la rémunération versée aux dirigeants français.

2.1. DEFINITION ET CHOIX DE LA REPLICATION

D'après Hubbard, Vetter et Little (1998), la réplication est définie de la manière suivante : « une reproduction substantielle d'un projet de recherche empirique déjà publié et qui se soucie principalement d'accroître la validité interne du design de la recherche. Une réplication s'attache à déterminer si les résultats initiaux sont reproductibles. De la sorte, les répliques tentent de reproduire toutes les facettes du travail original»¹⁶ (1998: 246). Ces mêmes auteurs distinguent la réplication avec extension. Celle-ci consiste en une « duplication d'un projet de recherche empirique déjà publié et concerné par un accroissement de la validité externe, la généralisation des résultats de la recherche précédente. Par conséquent, une extension modifie plusieurs aspects du design de la recherche visé dans l'étude originale, telles que les variables manipulées (indépendantes) ou mesurées (dépendantes). C'est la raison pour laquelle l'objectif principal des extensions est de voir si les résultats précédents peuvent être généralisés à d'autres populations, catégories de produits, organisations, périodes, instruments de mesure, lieux géographiques, investigations, etc., plutôt que d'être par nature idiosyncratiques ou localisés »¹⁷ (Hubbard , Vetter & Little, 1998: 246).

¹⁶ "A substantial duplication of previously published empirical research project that is chiefly concerned with increasing the internal validity of the research design. A replication focuses on determining whether the initial results are reproducible. Accordingly, replications attempt to duplicate all facets of the original work".

¹⁷ "A duplication of a previously published empirical research project that is primarily concerned with increasing external validity, generalizability, of previous research findings. Consequently, an extension modifies various aspects of the research design used in the original study, such as manipulated (independent) or measured (dependent) variables. This is because the major goal of extensions is to ascertain whether earlier results are capable of being generalized to other populations, product categories, organizations, time periods, measurement instruments, geographical areas, investigators, and so on, rather than being idiosyncratic or localized in nature".

Nous procédons ainsi, à la réplication avec extension de la recherche de Boyd (1994). En effet, cette dernière cherche à modéliser plus précisément le rôle du contrôle exercé par le conseil d'administration dans la détermination de la rémunération des dirigeants. L'échantillon analysé par Boyd (1994) comporte 193 firmes américaines, représentatives de 12 industries pour l'année 1980. Notre choix s'est porté sur cette recherche dans la mesure où le contrôle du conseil est opérationnalisé de manière « originale ». En effet, partant du constat que peu de recherches s'attachent à étudier de manière simultanée tous les indicateurs influençant le contrôle exercé par le conseil d'administration, Boyd (1994) se propose de les considérer au sein d'un modèle structurel. En outre, cette recherche utilise une méthodologie assez rare dans ce type de recherche puisque le test des hypothèses est réalisé par le biais d'un modèle d'équations structurelles (LISREL). Enfin, cette recherche est l'une des rares qui utilise des données en coupe instantanée.

2.2. LA COLLECTE DES DONNEES

Cette recherche s'appuie sur des données secondaires. Celles-ci ont été obtenues de quatre manières différentes : en mettant en place un partenariat avec un cabinet de conseil en ressources humaines; en utilisant les rapports annuels ; en utilisant des bases de données telles que *Thomson Financial* (pour le ROE) ou bien *Dafsa Lien* ; en prenant contact directement avec les entreprises pour certaines données manquantes (avec un taux de retour relativement faible).

2.3. L'ECHANTILLON

L'échantillon de départ, obtenu par un cabinet de conseil en ressources humaines, était constitué de 121 dirigeants appartenant à des sociétés cotées françaises du CAC 40 et SBF 120 en 2002¹⁸.

Sur cet échantillon de départ, nous avons été amenée à supprimer certains individus :

- les individus dont les firmes étaient régies par un droit autre que le droit français, telles que Gemplus International (droit luxembourgeois) ou bien encore Altadis (droit espagnol);
- les individus qui n'étaient pas le dirigeant¹⁹. Par exemple, nous avons exclu les individus occupant la place de président de conseil de surveillance, pour les sociétés à directoire (Grandvision, Publicis, SR Teleperformance, Sagem, Technip-Coflexip, NRJ group).

¹⁸ L'année 2002 constitue une année « charnière », en ce sens qu'elle reflète la première année de mise en application de la loi NRE de 2001 et la publication individuelle de la rémunération des dirigeants.

En outre, nous avons supprimé les sociétés en commandite puisque les gérants sont rémunérés statutairement sur les bénéfices. Ainsi, compte tenu des suppressions présentées, l'échantillon final est composé de 103 dirigeants (encadré 1).

Encadré 1 - L'échantillon

Echantillon initial <i>Dirigeants d'entreprises cotées, appartenant au SBF 120 et CAC 40 en 2002, à conseil d'administration, à directoire et en commandite</i>	121
Echantillon testé <i>PDG (ou DG), président du directoire d'entreprises de droit français cotées, à conseil d'administration ou directoire, appartenant au SBF 120 et CAC 40 en 2002.</i>	103

2.4. LA MESURE DES VARIABLES

L'opérationnalisation des variables de la réplique est identique à la recherche initiale menée par Boyd (1994), en ce sens que nous avons retenu les mêmes définitions et mesures. Ainsi, la rémunération, variable dépendante du modèle, est mesurée par le logarithme de la rémunération en espèce²⁰, à savoir le salaire et le bonus (LNCASH). Le contrôle exercé par le conseil d'administration est opérationnalisé en utilisant les cinq indicateurs mis en évidence dans la section précédente :

- Le ratio d'administrateurs internes (RATIOINT) est mesuré par le rapport entre le nombre d'administrateurs liés à la firme et le nombre d'administrateurs total.
- La présence d'institutionnels (NBICA) est mesurée par le nombre d'investisseurs institutionnels présents au conseil d'administration. Nous avons considéré comme institutionnels les fonds de pension, les assurances, les banques, les OPCVM, les sociétés de gestion etc.
- Le pourcentage d'actions détenues par les administrateurs, hors dirigeant (ACTCAP) est mesuré en comptabilisant les actions détenues par les administrateurs à titre personnel, par rapport au nombre total d'actions de la firme.

¹⁹ Nous considérons comme dirigeant les présidents du directoire pour les sociétés à directoire, les PDG ou les DG (si les fonctions sont dissociées) pour les sociétés à conseil d'administration.

²⁰ Lewellen et Huntsman (1970) ont mis en évidence que, de n'utiliser que la rémunération en espèces (le salaire et le bonus) pouvait apporter de meilleurs résultats au modèle que d'utiliser la rémunération totale (i.e. en incluant tous les avantages, rémunérations différées...).

- La rémunération versée aux administrateurs (REMA) est mesurée en sommant la rémunération annuelle et la rémunération accordée en fonction de la présence aux réunions et de la participation aux sous-comités.
- La dualité (DUAL) est mesurée de manière dichotomique. Nous avons codé 1 lorsque les deux fonctions sont occupées par la même personne (autrement dit, les PDG) et 0 lorsque ces deux fonctions sont dissociées. Lorsque la structure adoptée est celle de directoire avec conseil de surveillance, nous codons 0, puisque la structure même implique une dissociation des fonctions.

Outre ces variables, deux variables de contrôle sont intégrées : la taille de la firme, mesurée par le logarithme des ventes nettes ainsi que la performance, mesurée par le *Return on Equity* (ROE).

2.5. LES MODELES D'EQUATIONS STRUCTURELLES (MES)

Les modèles d'équations structurelles font parties des méthodes multivariées de « *deuxième génération* » (Chin, 1998) autrement appelées « *méthodes avancées* » (Evrard, Pras et Roux, 2003). Crié rappelle la définition des modèles d'équations structurelles (MES) donnée par Kaplan (2000) : « *Les MES peuvent être définis comme une classe de méthodologies ayant pour objectif de représenter certaines hypothèses au sujet des moyennes, des variances et des covariances de données observées en terme d'un plus petit nombre de paramètre « structuraux » définis par un modèle théorique sous-jacent* » (2005 : 6). Deux types de modèles d'équations structurelles existent : l'approche LISREL (Linear Structural RELationships) basée sur la structure de covariance (ASC) (Jöreskog, 1970) et l'approche PLS (Partial Least Square) basée sur la variance (Wold, 1985). L'approche la plus utilisée est LISREL. En revanche, PLS, moins connue, présente une série d'avantages par rapport à la première que nous présentons dans le tableau 1.

Tableau 1 - Comparaison des méthodes structurelles PLS et LISREL d'après Chin (2000)

Critères	PLS	LISREL
Objectif	Orienté vers la réalisation de prévisions	Orienté vers l'estimation des paramètres
Méthodologie	Basée sur la variance	Basée sur la covariance
Variables Latentes (VL)	Combinaison linéaire de ses variables manifestes	Combinaison linéaire de toutes les variables manifestes
Relations entre VL et VM associées (Variables Manifestes)	Type réflectif ou formatif	Type réflectif
Optimalité	Pour la précision des prévisions	Pour la précision des paramètres
Qualité des sous modèles	Modèle externe car les VL sont contenues dans l'espace de leurs VM	Modèle interne car les VL sont estimées dans un espace non restreint
Hypothèses	Unidimensionnalité (réflectif)	Multi normalité des données + unidimensionnalité
Complexité modèle	Grande (ex : 100VL, 1000VM)	Réduite ou modéré (<100VM)
Taille min de l'échantillon	30-100 cas	200-800 cas
Traitement des données manquantes	NIPALS	Maximum de vraisemblance
Identification	Dans le cadre du modèle récursif, toujours identifié	Dépend du modèle idéal : 4 ou plusieurs VM, pour une VL, 3 pour être correctement identifiée

Deux raisons principales justifient le recours à la méthode PLS. Premièrement, la taille de notre échantillon (103 individus) ne nous permet pas d'envisager l'utilisation de LISREL. Deuxièmement, dans le cadre de cette réplification, contrairement à Boyd (1994) et en considérant les conditions énoncés par Jarvis, Mackenzie et Podsakoff (2004)²¹, nous considérons les indicateurs mesurant la variable latente « contrôle exercé par le conseil d'administration » comme formatifs. Dans ce cas, seul PLS peut être utilisé.

3. TEST DES HYPOTHESES ET RESULTATS

3.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Les entreprises de notre échantillon se répartissent dans 35 industries (codes SIC). Dans une optique de simplification, nous avons utilisée la classification de Campbell (1996) qui permet d'opérer des regroupements de codes SIC. Nous obtenons alors 13 secteurs. La répartition de l'échantillon par industrie ainsi que la rémunération moyenne de l'industrie sont présentées en tableau 2.

²¹ Ces conditions sont présentées en Annexe A.

Tableau 2 – Répartition de l'échantillon en fonction de l'industrie et Rémunération moyenne par industrie

Secteur	Code SIC	N	Rémunération en espèce moyenne
Bien de consommation durable	25, 30, 36, 37, 50, 55, 57	17	860497,06
Biens intermédiaires	34, 35, 38	6	1308398,00
Commerce et industrie textile	22, 23, 31, 51, 53, 56, 59	8	1091106,75
Construction	15, 16, 17, 32, 52	6	1475841,67
Finance et immobilier	60-69	13	752631,15
Industrie de base	10, 12, 14, 24, 26, 28, 33	10	1727772,30
Loisir	27,58, 70, 78, 79	4	862001,75
Services	72, 73, 75, 76, 80, 82, 87, 89	20	714632,75
Services d'utilité publique	46, 48, 49	10	1457099,80
Tabac et alimentaire	1, 2, 9, 20, 21, 54	6	1404761,33
Transport de marchandises	40, 41, 42, 44, 45, 47	1	348514,00
Pétrole	29	1	2409952,00
Fabrication Diverse	39	1	1368737,00

Les statistiques descriptives ainsi que les corrélations sont présentées au tableau 3. La variable « dualité », dichotomique, n'est pas intégrée. Les conseils d'administrations français sont composés en moyenne de 11 administrateurs (et varient de 3 à 21 administrateurs). Une majorité d'administrateurs internes compose ces conseils : en moyenne ces derniers représentent 65% des administrateurs siégeant au conseil. Les administrateurs (dirigeant exclu) détiennent à titre personnel et en moyenne 4,7% des actions de la firme et sont rémunérés en moyenne à 214 655 euros par an (notons que certains administrateurs ne perçoivent aucune rémunération). Les dirigeants perçoivent quant à eux une rémunération en espèce moyenne de 1 087 301,96 euros par an.

Tableau 3- Statistiques descriptives

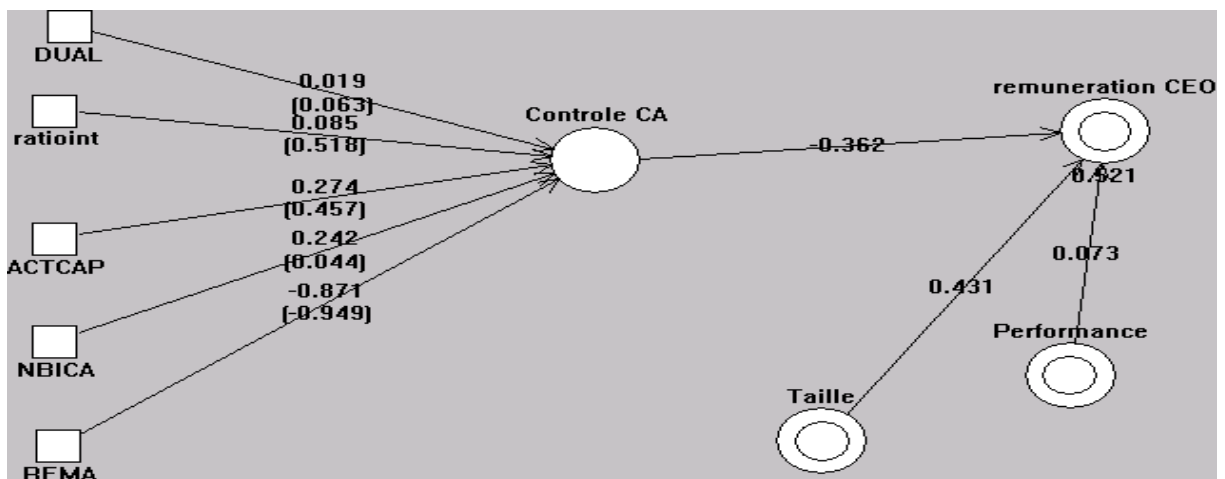
	LNCASH	RATIOINT	NBICA	ACTCAP	REMA	TAILLE	ROE
LNCASH	1	-,340(**)	-0,020	-,310(**)	,611(**)	,667(**)	0,022
RATIOINT	-,340(**)	1	-0,111	,371(**)	-,425(**)	-,319(**)	0,057
NBICA	-0,020	-0,111	1	-,260(*)	0,143	0,075	0,043
ACTCAP	-,310(**)	,371(**)	-,260(*)	1	-,303(**)	-,338(**)	0,046
REMA	,611(**)	-,425(**)	0,143	-,303(**)	1	,657(**)	-0,067
TAILLE	,667(**)	-,319(**)	0,075	-,338(**)	,657(**)	1	-0,048
ROE	0,022	0,057	0,043	0,046	-0,067	-0,048	1
Moyenne	13,56	0,65	2,11	4,74	214665	8,05542	-1,4
Ecart-type	0,86	0,22	2,54	11,55	218753	1,71	14,62
Minimum	11,61	0	0	0	0	4,33	-146,78
Maximum	15,64	1	10	71,37	854500	11,54	2,28

** . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral). * . La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

3.2. LE MODELE STRUCTUREL

Comme tout modèle d'équations structurelles, les résultats obtenus par le biais d'une approche PLS s'interprètent et s'analysent en deux étapes : tout d'abord une évaluation du modèle de mesure (i.e la fiabilité et la validité) qui relie les variables latentes aux variables manifestes, et ensuite une évaluation du modèle structurel (Fornell et Larcker, 1981 ; Chin 1998 ; Hulland, 1999). L'estimation du modèle de mesure correspond à l'évaluation des relations qui existent entre le construit et ses indicateurs²² (Chin, 1998). Cette évaluation dépend de deux principaux critères que sont la fiabilité et la validité. Néanmoins, dans le cadre d'indicateurs formatifs, seule une évaluation de la condition de validité discriminante est réalisée (Chin, 1998). Dans le modèle structurel, les liens entre les variables latentes sont estimés afin de tester les hypothèses entre les construits. Le modèle structurel est déterminé à partir des paramètres des relations causales (*path coefficients*). Ces derniers s'interprètent comme des coefficients de régression. Leur niveau de significativité (tests t de Student) est vérifié par une procédure de *bootstrap* (Chin, 1998). Les tests sont réalisés avec le logiciel PLS Graph. Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau 5. Ils comprennent d'une part la valeur des « *weight* » ainsi que leur significativité pour les indicateurs de la variable latente et, d'autre part, les « *path coefficient* » ainsi que leur significativité.

Figure 1 - Le modèle structurel



²² Autrement dit, entre les variables manifestes (ou observables) et les variables latentes.

Le modèle de mesure

Il s'agit ici de vérifier le critère de validité discriminante. Ce test est présenté au tableau 4. Il s'agit de s'assurer que chaque variable latente partage plus de variance avec ses indicateurs qu'avec les autres variables latentes (Chin, 1998). On vérifie la validité discriminante en construisant la matrice des corrélations entre les variables latentes. Pour chaque variable latente, on inscrit sur la diagonale de la matrice la racine carrée de l'indice AVE^{23} . Cette mesure correspond à la corrélation moyenne de la variable latente avec ses variables observables (Guiot, 1999). Lorsque, pour tous les construits, cette corrélation est supérieure à n'importe quelle autre située dans la partie inférieure de la diagonale, le critère de validité discriminante est vérifié.

Tableau 4- Validité discriminante

	Contrôle	Rémunération	Performance	Taille
Contrôle	0,526			
Rémunération	-0,641	1		
Performance	0,084	0,022	1	
Taille	-0,662	0,667	-0,048	1

Le modèle remplit, dans notre cas, la condition de validité discriminante. De plus, le R^2 du modèle est de 52,1%. Nous pouvons donc, à présent, examiner les résultats issus du modèle structurel, présentés au tableau 5.

Tableau 5- Résultats

	Weight	T statistic	Path coefficient	T statistic
Ratio d'administrateurs interne (RATIOINT)	0,0918	0,9180		
Dualité (DUAL)	0,0107	0,1322		
Nombre d'institutionnels au Ca (NBICA)	0,2355	1,9607		
Actionnariat des administrateurs (ACTCAP)	0,2580	1,2924		
Rémunérations des administrateurs (REMA)	-0,8733	7,6546		
Niveau de contrôle du CA			-0,362	4,3174
Taille			0,431	4,9525
Performance			0,073	1,4998

L'examen des tests t de Student met en évidence deux points essentiels. Premièrement, nous constatons que tous les indicateurs mesurant la variable latente « contrôle du conseil » ne sont pas significatifs. Le ratio d'administrateur interne, la dualité, ainsi que l'actionnariat des administrateurs ne sont pas significatifs au seuil de 5%. Nous constatons, en outre, que deux indicateurs sont significatifs et dans le sens prévu : le nombre d'institutionnels présents au conseil ainsi que la rémunération des administrateurs.

²³ L'indice AVE mesure la « part de la variance qu'une variable latente capture de ses indicateurs, relativement à la part de variance expliquée par l'erreur de mesure »²³ (Chin, 1998 : 321).

Deuxièmement, l'hypothèse selon laquelle la rémunération du dirigeant est inversement reliée au niveau de contrôle du conseil est validée. En effet l'examen des relations causales montre que le coefficient, négatif, associé au lien entre la rémunération des dirigeants et le contrôle du conseil d'administration est statistiquement significatif (la valeur du t associé est de 4,3174). De plus, la taille de la firme, variable de contrôle, a une influence positive et significative sur la rémunération des dirigeants.

Le tableau 6 met en perspective nos résultats avec ceux de la recherche menée par Boyd (1994).

Le détail des résultats de Boyd (1994) est présenté en Annexe B.

Tableau 6. - Comparaison résultat Boyd (1994) versus répliation

	Impact prévu sur le contrôle Boyd (1994)	Impact prévu sur la rémunération Boyd (1994)	Impact trouvé Boyd (1994)	Impact trouvé dans la répliation
Dualité	(-)		Validée	Non validée
Ratio internes	(-)		Validée dans le sens inverse	Non validée
Actionnariat du conseil	(+)		Validée	Non validée
Nb d'institutionnels présents au CA	(+)		Validée	Validée
Rémunération des administrateurs	(-)		Validée	Validée
Niveau de contrôle du CA		(-)	Validée	Validée
Taille		Variable de contrôle (+)	Non validée	Validée
Performance		Variable de contrôle (+)	Non validée	Non validée

Avant d'évoquer les différences entre la recherche de Boyd et notre répliation, nous évoquons les points de convergence. Ainsi, comme Boyd, nous validons l'hypothèse selon laquelle la rémunération des dirigeants est inversement reliée au niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration. Cette convergence suggère que, comme dans le contexte américain, dans le cas français (basé sur les données 2002), le conseil d'administration est un mécanisme de contrôle interne important. Cette importance du rôle joué conseil d'administration est vérifiée par l'impact du nombre d'institutionnels présents au conseil, ainsi que par la rémunération des dirigeants (tableaux 5 et 6). Ces deux indicateurs expliquent de manière significative le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration.

Néanmoins, des différences apparaissent entre la recherche de Boyd et notre répliation. En effet, trois indicateurs mesurant le niveau de contrôle du conseil ne sont pas statistiquement significatifs. Précisons que les signes associés aux indicateurs « ratio d'internes » et « actionnariat des administrateurs » sont identiques à ceux des résultats de Boyd. Ces résultats nous amènent à penser que la théorie de l'agence ne présente qu'un point de vue de

l'organisation. En effet, comme le constate Boyd (1994 : 341), il se peut que les administrateurs internes, contrairement à ce que suppose la théorie de l'agence, cherchent à sauvegarder leur réputation ainsi que leur intérêt personnel (notamment dans le cas où ils seraient amenés à être de potentiels successeurs du dirigeant actuel) En ce sens, ces administrateurs auraient tendance à penser qu'ils sont évalués par les administrateurs externes et, par conséquent n'agiraient pas nécessairement dans l'intérêt du dirigeant. De plus, le signe positif de l'actionnariat des administrateurs confirme la thèse de la convergence des intérêts de Jensen et Meckling (1976).

Enfin, contrairement à Boyd, nous obtenons un signe opposé à celui prévu pour la dualité. Ce dernier résultat pourrait s'expliquer par la présence d'un grand nombre de sociétés (un tiers de l'échantillon) ayant adopté depuis un certain temps la structure « conseil de surveillance/directoire » qui, *de facto*, implique une séparation des rôles.

CONCLUSION

L'objectif de cet article était de mettre en évidence le rôle du conseil d'administration, à travers le contrôle qu'il exerce, dans la détermination de la rémunération des dirigeants français. La revue de la littérature montre que, dans le cadre de la théorie de l'agence, le conseil d'administration est un mécanisme de contrôle permettant d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. Le contrôle du conseil d'administration peut être appréhendé par divers indicateurs que sont sa composition (le ratio d'administrateurs internes), la nature des administrateurs qui y siègent (la présence d'administrateurs institutionnels), l'actionnariat des administrateurs, la rémunération des administrateurs et enfin la dualité. Néanmoins la littérature ne s'est souvent attachée qu'à étudier un ou deux de ces indicateurs pour mesurer le contrôle exercé par le conseil d'administration. En ce sens, cette recherche, tout comme la recherche initiale de Boyd (1994) apporte un éclairage indéniable puisqu'elle intègre un grand nombre d'indicateurs.

En outre, même si des recherches existent sur le rôle du conseil dans la littérature française (Charreaux et Pitol-Belin, 1990 ; Charreaux, 1997) aucune d'entre elles n'a, à notre connaissance testée la relation pouvant exister entre la rémunération des dirigeants et le niveau de contrôle exercé par le conseil d'administration. Notre recherche constitue donc une avancée dans la connaissance des déterminants de la rémunération des dirigeants. Ainsi, les résultats du test du modèle théorique démontrent deux points essentiels. D'une part, nous validons l'hypothèse selon laquelle la rémunération des dirigeants est inversement reliée au niveau de contrôle exercé par le

conseil d'administration comme le prédit la théorie de l'agence. D'autre part, les résultats mettent également en lumière le fait que tous les indicateurs mesurant le contrôle ne sont pas significatifs dans un contexte français.

Des implications managériales se dégagent de cet article. La rémunération est un sujet relativement présent dans les considérations politiques et économiques françaises. Ainsi, le 9 janvier dernier, le MEDEF et l'AFEP (Association Française des Entreprises Privées) publiaient de nouvelles recommandations sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées françaises, incluant le rôle du conseil d'administration. Nos résultats pourraient donc éclairer les réflexions menées par ces institutions, notamment les signes associés aux indicateurs « dualité » et « ratio d'administrateurs internes » qui ne vont pas dans le sens prévu à la fois par la théorie de l'agence et par les réformes de gouvernance d'entreprise.

Cette recherche n'est pas exempte de limites. Tout d'abord, nous sommes consciente de la taille limitée de notre échantillon (N=103). Il serait donc intéressant de mener une recherche similaire après avoir complété notre base de données, notamment en réalisant une étude plus longitudinale. Ensuite, les résultats mitigés concernant les indicateurs mesurant le contrôle du conseil d'administration nous amènent également à penser qu'il serait peut être souhaitable de revoir les hypothèses liées au contrôle d'administration. Ces limites nous incitent également à envisager des prolongements à cette recherche. Premièrement, la recherche menée par Boyd (1994) ne prend pas en compte tous les indicateurs pouvant mesurer le contrôle du conseil d'administration (même si c'est l'objectif qu'il propose dans son article). En effet, la taille du conseil d'administration (à savoir la présence d'un plus ou moins grand nombre d'administrateurs) a un impact sur le niveau de contrôle des dirigeants par le conseil. Selon la théorie de l'agence, il est possible de rencontrer de plus grands désaccords lorsque le conseil est de grande taille. D'après Jensen, les conseils composés d'un grand nombre d'administrateurs sont « *moins susceptibles de fonctionner efficacement et sont plus facilement contrôlable par le dirigeant* »²⁴ (1993 : 865). Ginglinger (2002) confirme l'inefficacité des conseils de grande taille dans l'exercice du contrôle des dirigeants. Si des conseils plus grands diminuent le niveau de contrôle, alors on doit s'attendre à ce que la rémunération des dirigeants soit positivement liée au nombre d'administrateurs (Core *et al.*, 1999). Deuxièmement, une distinction plus précise des types

²⁴ “ *Less likely to function effectively and are easier for the CEO to control*”

d'administrateurs (internes vs. Externes) pourrait être plus pertinente. Il serait en effet intéressant de s'intéresser davantage à l'administrateur indépendant. On présume, en effet, que les internes sont nécessairement dépendants mais rien ne garantit l'indépendance de tous les externes. Troisièmement, il est important de préciser que le contrôle exercé par le conseil d'administration ne représente qu'une partie des déterminants de la rémunération des dirigeants. Une étude plus large intégrera l'ensemble des déterminants relevés dans la littérature (i.e. les trois types de déterminants présentés en introduction). Enfin, la théorie de l'agence ne présente qu'un point de vue de la complexité de l'organisation et l'utilisation d'autres théories ne peut qu'enrichir la vision du chercheur (Eisenhardt, 1989). Il peut donc être intéressant d'intégrer à la théorie de l'agence d'autres paradigmes, tels que les réseaux sociaux ou bien, d'adopter une vision plus élargie en s'intéressant aux « *stakeholders* ».

REFERENCES

- Albouy, M. (2004), Rémunération des dirigeants et performance boursière, *Analyse Financière*, 10, 42-44.
- Alcouffe, C. (2004), La rémunération des dirigeants en France : Fondements et pratiques , *Note du LIRHE*, note n°399, 1-14.
- Alcouffe, A. et C. Alcouffe (2000), Executive compensation-setting Practices in France, *Long Range Planning*, 33, 527-543.
- Alexandre, H. et M. Paquerot (2000), Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants, *Finance Contrôle Stratégie*, 3 : 2, 5-29.
- Barkema, H.G. et L. R. Gomez-Mejia (1998), Managerial Compensation and Firm Performance: a General Research Framework, *Academy of Management Journal*, 41: 2, 135-145.
- Beatty, R. P. et E. J. Zajac (1994), Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings, *Administrative Science Quarterly*, 39, 313-335.
- Berle, A. A. et G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Macmillan Company.
- Boyd B.K. (1994), Board control and CEO Compensation, *Strategic Management Journal*, 15 : 5, 335-344.
- Charreaux, G (1994), La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature, in G. Koenig (coord.) *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Paris : Economica, 61-141.
- Charreaux, G (1997), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica.
- Charreaux, G. et J-P. Pitol-Belin (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert.
- Charreaux, G. et A. Schatt (2005), La recherche française en gouvernance d'entreprise : un panorama, Cahier du FARGO n° 1050901, 1-38.

- Chin, W. W. (1998), The Partial Least Squares Approach For Structural Equation Modeling, in G. A. Marcoulides (ed.) *Modern Methods for Business Research*, Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 295-336.
- Chin, W. W. (2000), Partial Least Squares For Researchers: An overview and presentation of recent advances using the PLS approach, ICIS 2000 tutorial on PLS (<http://discnt.cba.uh.edu/chin/icis2000plstalk.pdf>), 1-34.
- Conyon, M.J. & S. I. Peck (1998), Board Control, Remuneration and top Management Compensation, *Academy of Management Journal*, 41: 2, 146-157.
- Cordeiro, J.J. et R. Véliyath (2003), Beyond Pay for Performance: A Panel Study of The Determinants of CEO Compensation, *American Business Review*, 21:1, 56-66.
- Core, J. E., R. W. Holthausen et D. F. Larcker (1999), Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Crié, D. (2005), De l'usage des modèles de mesure réflectifs ou formatifs dans les modèles d'équations structurelles, *Recherche et Applications en Marketing*, 20 : 2, 5-27.
- D'Arcimoles, C. H. et J. Le Maux, J. (2005), Gouvernance d'entreprise et rémunération des dirigeants en France : variation sur la transparence et la performance, *Les Cahiers du CERGORS*, 2, 1-27.
- Daily, C.M., J. L. Johnson, A. E. Ellstrand et D. R. Dalton (1998), Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation, *Academy of Management Journal*, 41: 2, 209-220.
- Eisenhardt, K.M. (1989), Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, 14: 1, 57-74.
- Evrard, Y., B. Pras et E. Roux (2003), *Market : Etudes et Recherches en Marketing*, Paris : Dunod.
- Fama, E. (1980), Agency problems and the Theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88: 2, 288-306.
- Fama, E. et M. C. Jensen (1983a), Separation of Ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26: 2, 301-325.
- Fama, E. et M. C. Jensen (1983b) "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26: 2, 327-349.
- Finkelstein, S. et R. A. D'Aveni (1994), CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command, *Academy of Management Journal*, 37, 179-1108.
- Fornell, C. et D. Larcker (1981), Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error, *Journal of Marketing Research*, 18, 39-50.
- Ginglinger E. (2002), L'actionnaire comme contrôleur, *Revue Française de Gestion*, 28 : 141, 37- 55.
- Gomez-Mejia, L. R. (1994), Executive Compensation: A reassessment and a future research agenda, *Research in Personnel and Human Resources Management*, 12, 161-222.
- Gomez-Mejia, L. R. et R. M. Wiseman (1997), Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook", *Journal of Management*, 23 : 3, 291-374.
- Hubbard, R., D. E. Vetter et E. L. Little (1998), Replication in Strategic Management: Scientific Testing for Validity, Generalizability, and Usefulness, *Strategic Management Journal*, 19 : 3, 243-254.
- Hulland, J. (1999), Use of Partial Least Squares (PLS) in Strategic Management Research: A Review of Four Recent Studies, *Strategic Management Journal*, 20 : 2, 195-204.

- Jarvis C. B., S. B. Mackenzie et P. M. Podsakoff (2004), Un examen critique des indicateurs de construit et des erreurs de spécification des modèles de mesure dans la recherche en marketing et en comportement du consommateur, *Recherche et Applications en Marketing*, 19 : 1, 73-97.
- Jensen, M.C (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48: 3, 831-880.
- Jensen, M. C. et W. H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-350.
- Jensen, M. C. et K. Murphy (1990), Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- Jöreskog, K. G. (1970), A general method for analysis of covariance structures, *Biometrika*, 57 : 2, 239-251.
- Kaplan, D. (2000), *Structural equation modelling: foundations and extensions*, Thousand Oaks, CA, Sage.
- Le Joly, K. et B. Moingeon (2001), *Gouvernement d'entreprise: débats théoriques et pratiques*, Ellipses.
- Lewellen, W. G. et B. Huntsman (1970), Managerial Pay and Corporate Performance, *The American Economic Review*, 60 : 4, 710-720.
- Li, J. (1994), Ownership Structure and Board Composition: A Multi-Country test of Agency predictions, *Managerial and Decision Economics*, 15 : 4, 359-368.
- Main, B. G. M. et J. Johnston (1993), Remuneration committees and corporate governance, *Accounting and Business Research*, 23, 351-362.
- Miller J.S., R.M. Wiseman et L. R. Gomez-Mejia (2002), The Fit between CEO compensation design and firm risk, *Academy of Management Journal*, 45 : 4, 745-746.
- O'Reilly, Ch. A. III, B.C. Main et G. S. Crystal (1988), CEO compensation as a tournament and social comparison : A tale of two theories, *Administrative Science Quarterly*, 33, 257-274.
- Paquerot, M. (1997), stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle, in G. Charreaux *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris : Economica, 105-137.
- Parrat, F. (2003), *Le gouvernement d'entreprise*, Paris: Dunod.
- Perez, R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, Paris: Dunod.
- Pigé, B. (1997), Les systèmes d'incitation à la performance: rémunération et révocation des dirigeants, in G. Charreaux (ed.) *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris : Economica, 241-271.
- Schleifer A. et R. W. Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of political Economy*, 94: 3, 461-488.
- Sridharan, U. V. (1996), CEO Influence and Executive Compensation, *The Financial Review*, 31: 1, 51-66.
- Trepo, G. et P. Roussel (1999), Stratégies de rétribution des dirigeants- Enquête France HEC-LIRHE, *Cahiers de Recherche HEC*, 665,1-26.
- Wold H. (1985), Partial Least Square, *Encyclopedia of Statistical Science*, S. Kotz et N. Johnson (eds.), New York: Wiley, 581-591.
- Wiseman R.M., L.R. Gomez-Mejia L.R. et M. Fugate (2000), Rethinking Compensation Risk, in S.L. Rynes et B. Gerhart (dir) *Compensation in Organizations: Current Research and Practice*, San Francisco: Jossey-Bars Publishers, 311-347.

ANNEXE A- REGLES DE DECISION POUR DETERMINER SI UN CONSTRUIT EST FORMATIF OU REFLEXIF (JARVIS, MACKENZIE ET PODSAKOFF, 2004)

	Modèle Formatif	Modèle Réflexif
<p>1. Sens de causalité du construit à la mesure impliqué par la définition conceptuelle</p> <p>Les indicateurs (items) sont-ils : (a) des caractéristiques de définition ou (b) des manifestations de construit ?</p> <p>Est-ce que des changements dans les indicateurs/items causeraient des changements dans le construit ou non ?</p> <p>Est-ce que des changements dans le construit causeraient des changements dans les indicateurs ?</p>	<p>Le sens de causalité va des items au construit</p> <p>Les indicateurs sont caractéristiques de définition du construit</p> <p>Des changements dans les indicateurs devraient causer des changements dans le construit</p> <p>Des changements dans le construit ne causent pas de changements dans les indicateurs</p>	<p>Le sens de causalité va du construit aux items</p> <p>Les indicateurs sont des manifestations du construit</p> <p>Des changements dans les indicateurs ne devraient pas causer des changements dans le construit</p> <p>Des changements dans le construit causent des changements dans les indicateurs</p>
<p>2. Interchangeabilité des indicateurs/items</p> <p>Les indicateurs doivent-ils avoir un contenu identique ou similaire ?/ Les indicateurs partagent-ils un thème commun ?</p> <p>Est-ce que supprimer des indicateurs altérerait le domaine conceptuel du construit ?</p>	<p>Les indicateurs n'ont pas besoin d'être interchangeables</p> <p>Les indicateurs n'ont pas besoin d'avoir un contenu identique ou similaire/ Il n'est pas nécessaire que les indicateurs partagent un thème commun</p> <p>Supprimer un des indicateurs peut altérer le domaine conceptuel du construit</p>	<p>Les indicateurs doivent être interchangeables</p> <p>Les indicateurs doivent avoir un contenu identique ou similaire / Les indicateurs doivent partager un thème commun</p> <p>Supprimer un des indicateurs ne devrait pas altérer le domaine conceptuel du construit</p>
<p>3. Covariation entre les indicateurs</p> <p>Un changement dans un des indicateurs doit-il être associé à des changements dans les autres indicateurs ?</p>	<p>Il n'est pas nécessaire que les indicateurs covarient les uns avec les autres</p> <p>Pas nécessairement</p>	<p>Les indicateurs sont supposés covarier les uns avec les autres</p> <p>Oui</p>
<p>4. Réseau nomologique des indicateurs du construit</p> <p>Les indicateurs/items sont-ils supposés avoir les mêmes antécédents et conséquences ?</p>	<p>Le réseau nomologique des indicateurs peut différer</p> <p>Il n'est pas requis que les indicateurs aient les mêmes antécédents et conséquences</p>	<p>Le réseau nomologique des indicateurs ne doit pas différer</p> <p>Il est nécessaire que les indicateurs aient les mêmes antécédents et conséquences</p>

ANNEXE B- LES RESULTATS DE LA RECHERCHE INITIALE DE BOYD (1994)

Tableau 7- Statistiques du modèle LISREL, Boyd (1994)

Model	X ²	X ² /d.f.	GFI	GFIa	RMSR	CED
Structural Model (17 d.f.)	66.82 (p= 0.0001)	3.93	0.91	0.82	0.14	0.63
Confirmatory factor model for board control (5 d.f.)	11,31 (p= 0.046)	2.26	0.98	0.93	0.05	0.08

GFI: Goodness of fit index, GFI_a: goodness of fit, adjusted for degrees of freedom, RMSR: Root mean square residual, CED: coefficient of determination.

Figure 2- Modèle structurel simplifié, Boyd (1994)

