

---

**FRANCK BANCEL***ESCP Europe***HENRI PHILIPPE***Accuracy*

# Les pratiques des firmes en matière de rémunération à long terme des dirigeants

*Cet article s'intéresse à la composante à long terme de la rémunération des dirigeants et plus précisément, aux critères financiers, comptables et non financiers qui permettent d'établir que les dirigeants ont atteint leurs objectifs. Après avoir présenté la littérature sur la rémunération à long terme des dirigeants, l'étude montre que les entreprises européennes utilisent différents critères et ne retiennent pas le seul cours de Bourse. Les auteurs présentent en conclusion pourquoi les critères à appliquer doivent être contingents à la situation et au niveau de performance de la firme, à la structure de son actionnariat et aux caractéristiques de ses dirigeants.*

La littérature en sciences de gestion s'est intéressée aux incitations à long terme, dont nous proposons dans cet article une succincte synthèse. Il s'agit d'un sujet complexe qui concerne plusieurs disciplines (finance, comptabilité, organisation, stratégie, etc.). C'est une question essentielle pour les entreprises car les mécanismes d'incitation conditionnent la réussite du projet stratégique. C'est également un sujet qui a des implications sociétales. La rémunération des dirigeants fait ainsi l'objet de critiques régulières de la part des médias et de divers groupes de pression qui contestent sa légitimité.

Nous nous intéressons dans cet article aux critères retenus par les entreprises pour évaluer la performance à long terme des dirigeants. La légitimité d'une rémunération fondée sur le long terme renvoie au fait que le long terme est une « réalité » autre que la simple succession d'objectifs de court terme (Bancel et Garel, 2015). Certaines décisions, qui doivent être prises dans le présent, n'auront un impact que dans un temps long et sont déterminantes pour l'avenir de l'entreprise. La performance des dirigeants doit donc être mesurée sur la base de critères différents suivant l'horizon temporel considéré (court ou long). Le long terme doit être porté par une vision stratégique et décliné en « critères » pour mesurer la réussite du dirigeant, l'horizon considéré étant de trois à cinq ans. C'est tout l'enjeu du plan de rémunération à long terme. Par ailleurs, les objectifs que doivent poursuivre les dirigeants sont au centre de la problématique. S'agit-il de créer de la valeur pour les seuls actionnaires ? Si cela est le cas, le cours de Bourse est-il le meilleur critère pour inciter à la création de valeur à long terme ? Si ce n'est pas le cas, quels sont les *stakeholders*

qui doivent être pris en compte et quels sont alors les critères pertinents ?

La littérature en sciences de gestion s'est intéressée aux incitations à long terme (Derrien *et al.*, 2013 ; Salitskiy, 2016, etc.). Nous proposons dans cet article une synthèse succincte de cette littérature. À partir des rapports annuels des grandes entreprises allemandes, britanniques et françaises cotées en Bourse, nous avons étudié les critères utilisés pour évaluer la performance à long terme des dirigeants. Nous avons également mené entre septembre 2016 et février 2017 quinze entretiens auprès de dirigeants, d'administrateurs, de membres de syndicats ou d'associations professionnelles et de sociétés de conseil spécialisées en gouvernance. Ces entretiens nous ont permis de préciser certains points et de mieux appréhender les pratiques des entreprises.

Nous ne traitons que de la seule rémunération à long terme des dirigeants, sans référence aux instruments utilisés (actions gratuites, stock-options, bons de souscription, etc.). Nous n'abordons pas non plus (faute d'informations) les différents seuils à atteindre pour déclencher l'activation de ces programmes de rémunération. Les critères permettant d'évaluer la performance à long terme des dirigeants est un sujet en soi et il était difficile d'élargir davantage le champ de l'étude.

La structure de l'article est organisée de la manière suivante. Après avoir exposé la littérature sur la rémunération à long terme des dirigeants, nous montrons que certains travaux récents remettent en cause la primauté du cours de Bourse comme seul indicateur de performance à long terme. Nous présentons les différents critères de mesure de performance à long terme des

dirigeants des grandes entreprises européennes cotées. Enfin, la conclusion présente une synthèse des apports de l'article. Comme dans beaucoup de domaines de la gouvernance, nous considérons que les critères à appliquer doivent être contingents à la situation et au niveau de performance de la firme, à la structure de son actionnariat et aux caractéristiques de ses dirigeants. Si son indépendance est assurée vis-à-vis des dirigeants, le conseil d'administration de l'entreprise est sans doute le mieux placé pour tenir compte de toute la complexité inhérente aux différentes dimensions de la problématique (endogénéité).

## I – REVUE DE LA LITTÉRATURE

Dans l'approche financière classique, les marchés sont efficients et le cours intègre toutes les informations, y compris celles relevant du long terme. Pour les investisseurs, le principal enjeu est d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants en indexant la rémunération de ces derniers sur le cours de Bourse. Au niveau de la firme, la gestion du long terme s'opère en recourant à des options de croissance qui peuvent être exercées (ou non) en fonction de l'arrivée de nouvelles informations et permettent de maximiser la valeur. Pourtant, depuis deux décennies, des travaux sont venus contester les prescriptions de la théorie financière classique et proposer des éclairages nouveaux. Nous présentons ci-dessous ces travaux après avoir exposé le cadre dominant.

### 1. La théorie de l'agence et sa remise en cause

Depuis les travaux de [Berle et Means \(1932\)](#), la théorie financière considère que

la séparation entre « propriété » et « pouvoir » engendre un conflit d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Ce conflit d'intérêts peut induire des comportements inappropriés des dirigeants et se traduire par de mauvais investissements et une sous-valorisation de l'entreprise. Fondée sur les travaux de [Jensen et Meckling \(1976\)](#), la théorie de l'agence considère qu'il faut réaligner l'intérêt des dirigeants et celui des actionnaires en adoptant des mécanismes de rémunération centrés sur la création de valeur. Dans cette approche, les marchés financiers sont « efficients », c'est-à-dire capables de prendre en compte toutes les informations, y compris celles qui affectent le développement à long terme des entreprises. Ils sont de ce fait un horizon indépassable de la mesure de la création de valeur actionnariale ([Jensen, 1993](#)). Un dirigeant performant est alors celui qui fait significativement croître le cours de Bourse (ou qui fait mieux que les entreprises comparables du même secteur).

Si la théorie de l'agence occupe une place centrale dans la théorie financière, elle fait cependant l'objet d'un ensemble de critiques. Pour [Bebchuk et Fried \(2004\)](#), les prescriptions de la théorie de l'agence ont été contournées par les dirigeants des entreprises américaines qui ont utilisé les mécanismes d'incitation pour accroître leur rémunération sans que cela soit justifié par la création de valeur actionnariale. Cela a été rendu possible par l'influence des dirigeants sur les conseils d'administration et leur capacité à neutraliser toute réelle opposition à la politique de rémunération mise en place. Pour [Kuhnen et Zwiebel \(2009\)](#), les dirigeants peuvent décider de leur propre rémunération et échapper à toute sanction parce que leur remplacement est très

coûteux. Acharya et Volpin (2010) considèrent que les firmes présentant une gouvernance insuffisante diffusent aux autres entreprises leurs mauvaises pratiques en termes de rémunération des dirigeants. Dans le secteur bancaire et financier, certains auteurs expliquent que la crise de 2008 est en partie liée à des dispositifs de rémunération des dirigeants mal calibrés (Faulkender *et al.*, 2010).

Par ailleurs, d'autres courants de la littérature en sciences de gestion contestent la primauté de la création de valeur actionnariale. Ces courants s'intéressent notamment à l'influence et aux rôles des différents *stakeholders* de l'entreprise (salariés, clients, fournisseurs, états, etc.) dans le système de gouvernance et le processus de création de valeur (Freeman, 1984)<sup>1</sup>. En intégrant une approche *stakeholder*, l'entreprise et ses dirigeants retrouvent des marges de manœuvre pour créer de la valeur à long terme (Walch, 2005). Les dirigeants ne sont plus face aux seuls actionnaires, mais doivent également tenir compte des autres *stakeholders* dans la définition du projet stratégique (Martinet et Reynaud, 2004)<sup>2</sup>.

Comme l'indiquent Acquier et Aggeri (2015), le lien entre la performance financière et le respect de l'intérêt des parties prenantes a fait l'objet de nombreux développements. La littérature en finance a montré que les actionnaires pouvaient bénéficier d'investissements dans des projets socialement responsables et qu'il n'y avait pas d'opposition systématique entre

l'approche *stockholder* et *stakeholder* (Krüger, 2015 ; Derwall *et al.*, 2011 et Deng *et al.*, 2013). Edmans (2011) et Garel (2016) ont établi l'existence d'une relation positive entre la satisfaction des salariés et la valeur de la firme. D'autres études sur la satisfaction des clients (Ittner et Larcker, 1997 et Foster et Gupta, 1997) vont dans le même sens.

## 2. Rémunération et prise en compte du long terme

Depuis les travaux de Jensen, une vaste littérature a proposé d'indexer la rémunération des dirigeants sur la performance boursière (versement d'actions gratuites, stock-options, etc.)<sup>3</sup> en montrant notamment que la manière dont les dirigeants étaient rémunérés importait davantage que le montant effectivement versé (Jensen et Murphy, 1990). Plus spécifiquement, la question de la relation des dirigeants et du long terme a également fait l'objet de développements importants. Sundaram et Yermack (2007) ont montré que les dirigeants ne peuvent se désintéresser du devenir de l'entreprise juste après l'avoir quittée parce qu'une partie de leur rémunération sera versée dans le futur sous forme de retraite ou de bonus différés. Dans le même temps, Harford et Lai (2007) expliquent que les dirigeants ne sont pas rémunérés sur le long terme pour leur investissement interne en cas d'acquisitions créatrices de valeur.

1. Dans la représentation financière classique, la multiplicité des objectifs qui résulterait d'une approche « partie prenante » conduirait à renforcer le pouvoir du dirigeant et se traduirait par une sous-valorisation de la firme (Jensen, 2002).

2. Jacquet (2012) montre que certaines entreprises ont privilégié la création de valeur actionnariale au détriment des clients pour, en définitive, perdre la confiance des deux populations.

3. Voir par exemple le numéro spécial du *Journal of Applied Corporate Finance* (vol. 22, n° 1) de l'hiver 2010 consacré aux travaux de M. Jensen.

Une littérature abondante s'est également concentrée sur le court-termisme des dirigeants. Bolton *et al.* (2006) expliquent que dans un marché spéculatif où les prix des actifs peuvent s'éloigner de leur valeur fondamentale, il peut être optimal pour les actionnaires en place de se concentrer sur des objectifs de court terme. La publication des mesures de performance trimestrielles comme le bénéfice par action est au centre de l'attention des dirigeants qui peuvent être incités à sacrifier des projets créateurs de valeur à long terme (Poterba et Summers, 1995 ; Bushee, 1998 ; Koh, 2007 ; Barton, 2011 et Broche *et al.*, 2015). Graham *et al.* (2005) montrent par exemple que 78 % des 410 CFO qu'ils ont interrogés seraient prêts à renoncer à des projets créateurs de valeur à long terme pour ne pas dégrader les résultats à court terme. Asker *et al.* (2013) expliquent que les entreprises cotées lissent davantage leurs résultats et investissent moins que les entreprises non cotées. Des travaux empiriques ont montré que le cours de Bourse pouvait s'accroître dans le court terme du fait de l'augmentation des bénéfices par action à court terme sans tenir compte de la perte de valeur associée au renoncement à des projets à long terme, pourtant créateurs de valeur (Bhojraj *et al.*, 2009 et Mizik, 2010). La nature de l'actionnariat affecte la myopie des dirigeants (Froot *et al.*, 1992) et influence significativement les décisions qui visent à créer de la valeur à long terme (recherche et développement, croissance externe, etc.). Il est ainsi probable que les firmes où les

actionnaires de long terme sont fortement représentés soient moins « centrées » sur des critères court-termistes comme le bénéfice par action trimestriel (Beyer *et al.*, 2014 ; Derrien *et al.*, 2013 et Bancel et Garel, 2015). Ces travaux posent la question de la nature des anticipations sur lesquelles un cours de Bourse est fondé, sur le comportement et les objectifs des investisseurs et sur les stratégies managériales qui peuvent conduire à maximiser le cours de Bourse dans le court terme au détriment du long terme.

### 3. Quels critères pour rémunérer le long terme ?

La rémunération d'un dirigeant est structurée autour de plusieurs composantes (salaire, bonus, rémunération long terme, retraite, etc.) et relève d'une négociation et d'un rapport de force avec le conseil d'administration<sup>4</sup>. Chaque composante de la rémunération répond à des considérations internes (actionnariat, potentiel de croissance de l'entreprise, endettement, etc.) et externes (pratiques des concurrents ou des entreprises de taille comparable, etc.), mais également aux caractéristiques et à l'aversion présumée au risque du dirigeant (âge, ancienneté, avoirs dans l'entreprise, etc.) (Gopalan *et al.*, 2014 ; Cronqvist et Fahlenbrach, 2013). Dans la pratique, c'est le conseil d'administration qui fixe les objectifs du dirigeant et qui définit les critères qui vont permettre de mesurer sa performance<sup>5</sup>. Le niveau de la rémunération

4. Dans certains pays, les actionnaires doivent impérativement valider la rémunération des dirigeants. Dans d'autres, le vote n'est pas nécessaire ou n'a qu'un caractère consultatif.

5. Comme cela nous a été précisé lors des entretiens, « les plans de rémunération à long terme sont élaborés avec l'aide de consultants spécialisés. Ces sociétés de conseil fournissent aux entreprises des outils leur permettant de disposer d'une idée précise sur ce que font leurs concurrents ou des sociétés de taille comparable, ce qui conduit à une certaine homogénéisation des pratiques ».

n'est donc pas le seul produit de calculs financiers, mais repose sur des conventions et des pratiques « acceptables » qui diffèrent selon les entreprises, les pays ou les périodes considérés<sup>6</sup>. Évaluer la performance à long terme des dirigeants suppose donc de définir des critères qui permettront d'établir que les objectifs sont atteints.

Parmi les critères disponibles, la croissance du cours de Bourse (ou un autre critère financier de même nature) constitue un objectif très fréquemment retenu. Pour les actionnaires, malgré toutes les critiques que l'on peut adresser aux marchés financiers, le cours de Bourse constitue une référence incontournable. Notons cependant que certaines entreprises que nous avons pu interroger sont « réticentes » à utiliser le cours de Bourse dans leur plan de rémunération à long terme parce que, contrairement à ce que postule la théorie financière standard, elles ne sont pas persuadées que les bonnes décisions influencent toujours favorablement le cours de Bourse. Plus précisément, ces entreprises ne remettent pas en cause le fait que le marché financier constitue une référence incontournable pour les investisseurs. Elles considèrent cependant qu'une entreprise qui opère dans un secteur où la conjoncture est très dégradée sera sanctionnée en Bourse même si elle est très bien gérée. On peut également être un dirigeant médiocre d'une entreprise dans un secteur apprécié par la Bourse. Par ailleurs, les dirigeants n'ont pas d'influence sur la conjoncture économique et financière qui

est pourtant l'un des déterminants majeurs de la valeur boursière. Certes, des mesures fondées sur la performance relative aux entreprises comparables pourraient être la solution, mais peu d'entreprises sont véritablement comparables et leur périmètre évolue dans le temps. Contrairement à l'intuition, le critère de la comparabilité est donc très difficile à mettre en œuvre de manière pratique.

Le cours de Bourse n'est pas le seul critère disponible pour évaluer le long terme. Les critères comptables et non financiers sont également utilisés par les entreprises. Les critères comptables ont l'avantage de renvoyer à une réalité « objective », car les comptes sont certifiés par des auditeurs externes et disponibles pour toutes les parties prenantes. Par ailleurs, on peut raisonnablement penser que l'amélioration de la performance comptable va se traduire à terme par un accroissement du cours de Bourse (à condition cependant que le marché ne l'ait pas anticipé). En revanche, la recherche a montré que les critères comptables sont manipulables (Young et Yang, 2011 ; Carter *et al.*, 2007 ; Healy et Wahlen, 1999 ; Xu *et al.*, 2007). Il existe certaines latitudes dans les choix comptables et il est toujours possible de retarder certains investissements pour maintenir (ou lisser) le bénéfice ou le *cash-flow*. Par ailleurs, dans certaines situations, des critères comptables comme la rentabilité économique par exemple (rapport entre un résultat d'exploitation et les capitaux

6. Les niveaux de rémunération des dirigeants sont d'ailleurs très différents selon les pays. Une étude de Bloomberg (*Les Echos*, 19 novembre 2016) montre que la moyenne de la rémunération des directeurs généraux des grandes entreprises françaises ne se situe qu'à la 18<sup>e</sup> position des 25 pays les plus développés, loin derrière la moyenne des dirigeants allemands (6<sup>e</sup>), britanniques (3<sup>e</sup>) et américains (1<sup>er</sup>).

engagés pour générer ce résultat), peuvent être fortement dégradés par une acquisition, pourtant créatrice de valeur<sup>7</sup>. Ces critères peuvent également être difficilement comparés d'une entreprise à une autre pour des raisons de périmètre ou de degré d'internationalisation.

Les critères non financiers intègrent quant à eux implicitement une approche *stakeholder*. De manière pragmatique, dans certains secteurs, le respect de l'environnement est une donnée importante pour évaluer le risque de l'entreprise. Respecter des critères comme la satisfaction des clients ou des salariés est également une des conditions de la performance à long terme et il n'est pas certain que le cours de Bourse puisse appréhender cette dimension dans le court terme. Ces critères non financiers supposent d'élaborer dans chaque entreprise des systèmes de mesure interne qui sont souvent complexes et difficilement comparables d'une société à l'autre et de ce fait non auditables à l'extérieur de la firme. Selon Hemmer (1996), les mesures de performance non financières peuvent constituer une alternative incitant les dirigeants à créer de la valeur à long terme. Qualité des produits, satisfaction des clients ou des salariés, ou encore, part de marché, peuvent donner aux dirigeants des repères de long terme sur lesquels il est légitime de fonder une action managériale.

## II – LES CRITÈRES DE RÉMUNÉRATION À LONG TERME DES DIRIGEANTS EUROPÉENS

Nous avons identifié les critères qui conditionnent la rémunération à long terme des dirigeants à partir des rapports annuels des entreprises composant l'indice phare de plusieurs pays européens. Nous avons également mené une série d'entretiens auprès d'une quinzaine de dirigeants, d'administrateurs de grands groupes et de sociétés de conseil spécialisées en gouvernance pour valider certaines hypothèses et mieux comprendre les pratiques. Après avoir présenté notre échantillon et notre méthodologie, nous exposons les résultats par pays, par secteur et les principaux critères utilisés.

### 1. Présentation de l'échantillon et de la méthodologie

Notre article s'intéresse à la rémunération à long terme des dirigeants des grandes entreprises cotées allemandes, françaises et britanniques pour l'année 2015.<sup>8</sup> Dans des pays comme l'Espagne, l'Italie, la Suède et la Finlande, l'information n'était disponible que pour un faible nombre d'entreprises et nous ne l'avons pas présentée. Les entreprises que nous avons sélectionnées appartiennent respectivement au DAX 30, au CAC 40 et au FTSE 30 (soit un total de 100 entreprises pour les trois pays). Elles sont comparables par la taille<sup>9</sup> et

7. Comme indiqué par un administrateur, « se pose alors la question du maintien du plan de rémunération ou de son ajustement pour tenir compte d'une opération parfaitement conforme au plan stratégique et potentiellement créatrice de valeur ».

8. Nous avons essayé de collecter les plans de rémunération des dirigeants pour des années antérieures (2005 et 2010) mais l'information disponible ne concernait qu'un nombre trop limité d'entreprises pour être présentée dans cet article.

9. Le DAX 30 est un indice composé par 30 sociétés qui présentent les capitalisations boursières les plus importantes de la Bourse de Francfort en Allemagne. Le CAC 40 est un indice similaire composé de 40 sociétés cotées à la Bourse de Paris. Enfin, le FTSE 30 comprend les 30 plus importantes sociétés cotées à la Bourse de Londres.

ont été regroupées en huit secteurs. Parmi les 100 entreprises étudiées, seules 4 % d'entre elles ne disposent pas d'un plan de rémunération à long terme. Pour chaque entreprise de l'échantillon, nous avons identifié les critères qui conditionnent la rémunération à long terme du directeur général, qui est le dirigeant pour lequel le plus d'information est disponible. Par ailleurs, comme indiqué par une société de conseil spécialisée en gouvernance que nous avons interrogés, « très souvent, la mesure de performance sur un critère repose sur un reporting spécifique qui n'est pas de nature comptable. Par exemple, une mesure de performance fondée sur le chiffre d'affaires sera calculée sur un périmètre ne tenant pas compte des évolutions des taux de change ou hors acquisition ». Il est très difficile à partir de l'information externe de connaître le caractère réellement incitatif du plan de rémunération à long terme. Comme nous l'indiquait un dirigeant : « le diable est dans les détails. Pour un dirigeant, atteindre les objectifs sur le long terme dépend certes des critères, mais plus encore du seuil à atteindre qui a été fixé à l'origine ».

## 2. Analyse par pays

Comme le montre le [tableau 1](#), les critères que nous avons identifiés dans les rapports annuels sont de trois natures différentes : financiers, comptables et non financiers. Les critères financiers relèvent de la croissance du cours de Bourse seul ou en relatif, avec (ou non) la prise en compte du dividende. Les critères comptables sont plus nombreux et variés. Ils reposent sur la croissance d'une mesure comptable (résultat d'exploitation, cash-flow, résultat net par action, etc.) ou

d'une marge (résultat divisé par le chiffre d'affaires) ou de la rentabilité (résultat sur un actif ou un passif engagé). Certains critères comptables sont par ailleurs spécifiques au secteur bancaire (rentabilité de l'encours moyen pondéré de crédit et taux de défaut sur les crédits). Enfin, les critères non financiers représentent des objectifs de long terme qui sont des indicateurs avancés de la création de valeur fondés sur la satisfaction des clients, des considérations éthiques, etc.

Il est intéressant de constater que les pratiques de rémunération à long terme diffèrent selon les pays ([tableau 2](#)). L'Allemagne est le pays où les critères non financiers représentent 20,5 % du total des critères utilisés contre 12,2 % en France et 6,1 % au Royaume-Uni. L'Allemagne et le Royaume-Uni sont également des pays où les critères financiers sont très présents (respectivement 59 % et 57 % du total des critères utilisés). En France, les mécanismes de rémunération à long terme reposent le plus sur les critères comptables (56,1 %). La France précède ainsi le Royaume-Uni (36,8 %) et l'Allemagne (20,5 %). En moyenne, les entreprises disposant d'un plan de rémunération à long terme retiennent 3,8 critères au Royaume-Uni contre 2,6 en Allemagne et 2,45 en France.

Les entreprises allemandes retiennent une plus grande diversité de critères non financiers ([tableau 3](#)). Ainsi, des critères comme l'« Éthique » ou la « Gestion des compétences et des talents » n'apparaissent qu'en Allemagne. Cinq entreprises allemandes ont intégré la « Satisfaction des clients » contre une seule au Royaume-Uni et aucune en France. Cette spécificité allemande s'explique peut-être par la présence des salariés dans les conseils de



**Tableau 1** – Les critères déterminant la rémunération à long terme des dirigeants utilisés par les entreprises

Critères financiers	Critères comptables	Critères non financiers
Cours de l'action	Évolution du chiffre d'affaires	Priorités stratégiques
Dividendes	Évolution du résultat d'exploitation	Qualité/satisfaction clients
Rentabilité pour l'actionnaire	Évolution du résultat opérationnel avant dépréciation des actifs incorporels	Social
Cours de Bourse/ indice sectoriel	Évolution de l'excédent brut d'exploitation	Environnemental
	Évolution du résultat courant avant impôt	Ethique
	Évolution du résultat net	Sécurité
	Bénéfice par action	Santé
	Marge opérationnelle	Gestion de compétences et talents
	Cash-flow	
	Rentabilité économique	
	Rentabilité des capitaux propres	
	Évolution de la dette nette	
	Taille du bilan	
	Rentabilité de l'encours moyen pondéré de crédit	
	Taux de défaut sur les crédits	

Source : rapports annuels 2015 des entreprises.

surveillance qui incite à une plus grande prise en compte de ces indicateurs. Le modèle allemand de gouvernance offre probablement plus de latitude pour intégrer des critères non financiers que le modèle anglo-saxon où la création de valeur actionnariale est un référentiel incontournable.

L'importance des critères comptables pour les entreprises françaises est clairement marquée. Dix entreprises françaises ont des objectifs de cash-flows (respectivement 7 au Royaume-Uni et 1 en Allemagne), neuf d'évolution du résultat d'exploitation (aucune au Royaume-Uni et 1 en Allemagne) et neuf de rentabilité économique

**Tableau 2** – Les critères utilisés par les grandes entreprises allemandes, britanniques et françaises

Critères	CAC 40		FTSE 30		DAX 30	
	Nombre	Proportion (%)	Nombre	Proportion (%)	Nombre	Proportion (%)
Critères non financiers	12	12,2 %	7	6,1 %	16	20,5 %
Critères comptables	55	56,1 %	42	36,8 %	16	20,5 %
Critères financiers	31	31,6 %	65	57,0 %	46	59,0 %
<b>Total</b>	<b>98</b>	<b>100,0 %</b>	<b>114</b>	<b>100,0 %</b>	<b>78</b>	<b>100,0 %</b>
Nombre moyen de critères	2,45		3,8		2,6	

Source : rapports annuels 2015 des entreprises.

**Tableau 3** – Détails des critères utilisés par les entreprises allemandes, britanniques et françaises

Critères	CAC 40	FTSE 30	DAX 30
Priorités stratégiques	4	3	1
Qualité/satisfaction clients	0	1	5
Social	4	1	2
Environnemental	4	1	1
Éthique	0	0	3
Sécurité	0	1	1
Santé	0	0	1
Gestion de compétences et talents	0	0	2
<b>Total critères non financiers</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>16</b>
Évolution du chiffre d'affaires	5	4	1
Évolution du résultat d'exploitation	9	0	1
Évolution du résultat opérationnel avant dépréciation des actifs incorporels	3	0	0
Évolution de l'excédent brut d'exploitation	0	3	1
Évolution du résultat courant avant impôt	0	0	0
Évolution du résultat net	5	3	2
Bénéfice par action	6	12	2

**Tableau 3 – (suite)**

Marge opérationnelle	5	2	2
Cash-flow	10	7	1
Rentabilité économique	9	4	4
Rentabilité des capitaux propres	2	3	1
Évolution de la dette nette	0	0	1
Taille du bilan	0	2	0
Rentabilité de l'encours moyen pondéré de crédit	1	1	0
Taux de défaut sur les crédits	0	1	0
<b>Total critères comptables</b>	<b>55</b>	<b>42</b>	<b>16</b>
Cours de l'action	10	30	27
Dividendes	0	2	0
Rentabilité pour l'actionnaire	15	21	9
Cours de Bourse/indice sectoriel	6	12	10
<b>Total critères financiers</b>	<b>31</b>	<b>65</b>	<b>46</b>
<b>Total</b>	<b>98</b>	<b>114</b>	<b>78</b>

Source : rapports annuels 2015 des entreprises.

(respectivement 4 au Royaume-Uni et 4 en Allemagne). L'ensemble des entreprises britanniques prennent en compte le cours de Bourse et vingt et une d'entre elles (sur trente) sont également concernées par la rentabilité pour l'actionnaire. En revanche, il est intéressant de constater que les critères financiers ne sont que partiellement intégrés dans les plans de rémunération à long terme des entreprises françaises. Respectivement 15 et 10 entreprises françaises sur les 40 étudiées retiennent la rentabilité pour l'actionnaire et le cours de Bourse, ce qui est un pourcentage relativement faible si

l'on se place dans une perspective purement actionnariale (« stockholder »).

### 3. Analyse par secteur

Les critères utilisés diffèrent selon les secteurs, ce qui laisserait supposer qu'il existe aussi des formes de mimétisme par secteur (tableau 4). Les critères financiers sont le plus présents dans le secteur « Immobilier » (87,5 %), le secteur « Énergie, pétrole et gaz » (58,3 %), le secteur « Telecom, informatique et technologie » (55,6 %) et le secteur « Services financiers »

**Tableau 4** – Les critères utilisés par secteur

	Services	Distribution, biens de conso. et agro-alimentaire	Industrie	Services fi.	Santé et pharmaceutique	Énergie, pétrole, et gaz	Télécom, informatique et technologie	Immob.
Nombre de sociétés	15	14	25	15	9	12	7	3
Critères non financiers (%)	2,4	12,8	13,4	25,0	10,7	2,8	16,7	-
Critères comptables (%)	46,3	46,8	49,3	21,2	46,4	38,9	27,8	12,5
Critères financiers (%)	51,2	40,4	37,3	53,8	42,9	58,3	55,6	87,5
<b>Total (%)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Source : rapports annuels 2015 des entreprises.

(53,8 %). Contrairement à ce que nous avons anticipé, les critères utilisés par le secteur « Services financiers » ne diffèrent pas fondamentalement des critères utilisés par les autres entreprises. Le secteur « Services financiers » se caractérise également par la présence significative de critères non financiers (25 % du total). Il est vrai que le secteur financier a fait l'objet de critiques majeures après la crise financière de 2008 et il n'est pas exclu que les entreprises du secteur aient adopté des critères intégrant une approche *stakeholders*. Les secteurs « Industrie », « Distribution, biens de consommation et agro-alimentaire », « Santé et pharmacie » et « Services » sont ceux où les critères comptables sont le plus représentés (plus de 46 % du total). Enfin, selon les secteurs considérés, les entreprises qui

disposent d'un plan de rémunération à long terme de leur dirigeant utilisent en moyenne entre 2,6 et 3,5 critères.

#### 4. Analyse par critère

Si l'on considère l'ensemble de l'échantillon, les critères financiers sont dominants (tableau 5). Le cours de Bourse est le plus utilisé par les entreprises (67 %), suivi par la rentabilité pour l'actionnaire (45 %) ou la comparaison du cours de Bourse avec un indice sectoriel (28 %). On retrouve également des différences selon les pays dont nous avons fait état plus haut. Ainsi, 100 % des entreprises britanniques retiennent le cours de Bourse contre seulement 25 % des entreprises françaises. Les critères comptables suivent avec le bénéfice par

**Tableau 5** – Les dix critères les plus utilisés par les entreprises

Critères	CAC 40	%	FTSE 30	%	DAX 30	%	Total	%
Cours de l'action	10	25,0	30	100,0	27	90,0	67	67,0
Rentabilité pour l'actionnaire	15	37,5	21	70,0	9	30,0	45	45,0
Cours de Bourse/ indice sectoriel	6	15,0	12	40,0	10	33,3	28	28,0
Bénéfice par action	6	15,0	12	40,0	2	6,7	20	20,0
Cash-flow	10	25,0	7	23,3	1	3,3	18	18,0
Rentabilité économique	9	22,5	4	13,3	4	13,3	17	17,0
Évolution du chiffre d'affaires	5	12,5	4	13,3	1	3,3	10	10,0
Évolution du résultat d'exploitation	9	22,5	0	0,0	1	3,3	10	10,0
Évolution du résultat net	5	12,5	3	10,0	2	6,7	10	10,0
Marge opérationnelle	5	12,5	2	6,7	2	6,7	9	9,0

Source : rapports annuels 2015 des entreprises.

action le cash-flow, la rentabilité économique et les marges. Le premier critère non financier est le critère « priorité stratégique », mais qui n'apparaît qu'en onzième position et ne figure pas sur ce tableau.

Environ les deux tiers des entreprises combinent plusieurs critères (tableau 6)<sup>10</sup>. Quarante-trois pour cent des entreprises rémunèrent à long terme le directeur général sur la base de critères « comptables » et

« financiers ». Onze pour cent des entreprises considèrent les trois catégories de critères. Seulement 25 % des entreprises ont retenu des critères exclusivement « financiers » et 11 % des critères exclusivement « comptables ». Aucune entreprise n'a fondé sa politique de rémunération à long terme sur les seuls critères « non financiers ». Enfin, 4 % des entreprises ne rémunèrent pas leur dirigeant pour le long terme.

10. Un de nos interlocuteurs nous a précisé que « le nombre important de critères pouvait être interprété comme une manière de réduire le risque pour le dirigeant de ne pas atteindre ses objectifs. »

**Tableau 6** – Combinaison des différents critères

« Non financiers » (seuls)	0 %
« Comptables » (seuls)	11,0 %
« Financiers » (seuls)	25,0 %
« Financiers » et « non financiers »	3,0 %
« Comptables » et « non financiers »	3,0 %
« Comptables » et « financiers »	43,0 %
« Financiers », « comptables » et « non financiers »	11,0 %
Absence de rémunération de long terme	4,0 %
<b>Total</b>	<b>100,0 %</b>

Source : rapports annuels 2015 des entreprises.

## SYNTHÈSE ET CONCLUSION

La théorie financière « classique » recommande de rémunérer les dirigeants à long terme sur le seul critère de l'appréciation du cours de Bourse. Dans la pratique, notre étude montre que les grandes entreprises européennes utilisent le cours de Bourse (ou un critère financier similaire) dans deux tiers des cas, mais qu'il est le plus souvent combiné avec d'autres critères. Sur un plan théorique, une combinaison de critères améliore en effet le rapport signal sur bruit des mesures de performances (Salitskiy, 2016), ce qui réduit l'effet d'aubaine induit par la montée généralisée des prix d'actions due à des conditions macroéconomiques particulières. Or, la rémunération des dirigeants ne doit pas dépendre de la « chance », ni d'éléments hors de portée de leur contrôle, mais bien de leurs propres efforts, et de la qualité de leur stratégie, d'où la prise en compte d'une référence supplémentaire au cours boursier qui peut être constituée

par des objectifs comptables ou/et par une comparaison à des performances respectives obtenues dans ces mêmes domaines par des concurrents. La tendance observée aux États-Unis ces dernières années semble aller dans ce sens (2002-2014), c'est-à-dire vers une rémunération plus « justifiée » des dirigeants, en fait plus optimale au sens de Pareto. Ainsi, plus des deux tiers des entreprises de notre échantillon utilisent le cours de Bourse (ou un critère financier similaire) en le combinant avec d'autres critères. Selon les pays considérés, on observe d'ailleurs des pratiques divergentes. Parmi les faits marquants, on notera que l'Allemagne est le pays où les critères non financiers ont la place la plus importante. Toutes les entreprises britanniques de notre échantillon retiennent le cours de Bourse. La France se caractérise par la forte présence des critères comptables (rentabilité économique, évolution du résultat d'exploitation, etc.).

L'hétérogénéité des critères de rémunération à long terme des dirigeants des entreprises européennes trouve probablement des explications dans l'histoire des différents modèles de capitalisme européens. Le dispositif actuel devrait cependant évoluer. Comme indiqué par un membre d'un conseil d'administration d'une grande société européenne que nous avons interrogé, « les évolutions en cours et notamment la volonté des investisseurs institutionnels (ou de leurs représentants – sociétés de conseil spécialisées qui les représentent aux assemblées générales) de jouer un rôle de plus en plus important dans la gouvernance, devrait induire des changements importants sur les mécanismes d'incitation et donc sur le choix des critères ». Une plus grande convergence des pratiques est probable ainsi qu'une plus grande prise en compte des mesures financières (parce que les investisseurs institutionnels anglo-saxons valorisent prioritairement ces critères ainsi d'ailleurs que des plans très incitatifs). Derrière le débat actuel sur la normalisation des pratiques de rémunération se pose en filigrane la question de la capacité à maintenir une diversité des modèles de capitalisme ou, au contraire, d'un alignement sur le modèle anglo-saxon. Si les incitations sont essentielles pour expliquer les décisions des dirigeants, l'adoption du cours de Bourse comme principale mesure de performance à long terme aurait vraisemblablement des conséquences importantes sur la stratégie des entreprises.

Il est extrêmement difficile de construire une mesure de performance à long terme des dirigeants qui soit généralisable à toutes les entreprises (Borghesi *et al.*, 2014). L'exercice suppose de s'approprier pleinement l'ensemble des dimensions stratégiques auxquelles l'entreprise est

confrontée et de pouvoir décliner les enjeux stratégiques en critères permettant une mesure objective. Ces critères doivent être pertinents (considérant le projet stratégique retenu) aujourd'hui, mais également dans la durée. Le conseil d'administration est l'acteur essentiel du processus d'élaboration du plan de rémunération et peut être considéré comme endogène (composition, indépendance des administrateurs, spécialisations, etc.) aux caractéristiques et aux particularités de la firme et de son secteur (croissance, internationalisation, etc.).

Nous pensons pour notre part que chaque entreprise dispose d'un projet stratégique et d'enjeux de long terme qui lui sont propres. C'est au conseil d'administration de fixer les objectifs et de s'assurer que les dirigeants les ont atteints. Le rapport de force entre le conseil d'administration et le dirigeant d'entreprise est évidemment une variable clef. Ce travail suppose une réelle indépendance du conseil vis-à-vis du dirigeant et une capacité à s'approprier pleinement l'ensemble des dimensions stratégiques auxquelles l'entreprise est confrontée. De la même façon, dans un environnement où les plans de long terme se succèdent de façon répétitive chaque année, la sensibilité des dirigeants à la composante long terme de la rémunération est nécessairement moindre. Par ailleurs, tous les critères ne se valent pas. Il nous semble parfaitement légitime d'adopter des critères autres que les seuls critères financiers. Les critères comptables et non financiers ont leur cohérence et présentent des avantages. Ainsi, une mesure de la satisfaction des clients est un indicateur pertinent, qui peut avoir toute sa place dans les plans de rémunération à long terme dans de nombreux secteurs où

lors de certaines phases de la vie de l'entreprise. De la même façon, dans les industries fondées sur le capital humain, on ne peut faire l'économie d'une mesure de la satisfaction des employés. *A contrario*, dans des industries où le capital humain est moins déterminant de l'avantage concurrentiel, mais qui ont une empreinte industrielle, on peut imaginer qu'un critère « environnemental » serait un bon indicateur de la performance à long terme.

Au total, il ne semble pas qu'il y ait de recettes évidentes pour rémunérer à long terme les dirigeants d'entreprise. Mêlant enjeux stratégiques, mesure de performance et conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, la rémunération à long terme des dirigeants fait clairement partie des questions auxquelles seul le conseil

d'administration peut et doit répondre. Bien évidemment, cette proposition n'est légitime qu'à la condition que le conseil soit véritablement indépendant des dirigeants. De ce point de vue, les autres parties prenantes (actionnaires non représentés au conseil, agence de notation financière et non financière, etc.) ont un rôle important à jouer pour faire pression et garantir les conditions de cette indépendance.

Enfin, des travaux de recherche complémentaires devraient permettre de compléter cette première approche. L'analyse de la relation entre l'utilisation de certains critères, la structure de la rémunération (court *versus* long) et la performance des entreprises (financière et sociétale) pourrait notamment faire l'objet de développements nouveaux.

## BIBLIOGRAPHIE

- Acharya A. et Volpin P. (2010). "Corporate governance externalities", *Review of Finance*, vol. 14, n° 1, p. 1-33.
- Acquier A. et Aggeri F. (2015). « Une généalogie de la pensée managériale sur la RSE », *Revue française de gestion*, vol. 31, n° 2, p. 131-157.
- Asker J., Farre-Mensa J. et Ljungqvist A. (2013). "Corporate investment and stock market listing: A Puzzle?", working paper Stern School of Business.
- Bancel F. et Garel A. (2015). "Focus on managerial myopia: Do managers privilege the short term", *Bankers Markets & Investors*, vol. 135, p. 50-58.
- Barton D. (2011). "Capitalism for the long term", *Harvard Business Review*, vol. 89, n° 3, p. 84-91.
- Berle A. et Means G. (1932). *The modern corporation and private property*, Transaction publishers.
- Bebchuk L. et Fried J. (2004). *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard Univ. Press, Cambridge, MA.
- Beyer A., Larcker et Tayan B. (2014). "Does the composition of a company's shareholder base really matter?", Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance and Leadership n° CGRP-42.



- Bhojraj S., Hribaph P., Picconi M. et Mcinnis J. (2009). "Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts", *Journal of Finance*, vol. 64, n° 5, p. 2361-2388.
- Bolton P., Scheinkman J. et Xiong W. (2006). "Executive compensation and short-termist behaviour in speculative markets", *Review of Economic Studies*, vol. 73, n° 3, p. 577-610.
- Borghesi R., Houston J. et Naranjo A. (2014). "Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests", *Journal of Corporate Finance*, vol. 26, p. 164-181.
- Bushee B. (1998). "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting review*, vol. 73, n° 3, p. 305-333.
- Broche F., Loumioti M. et Serafeim G. (2015). "Speaking of the short-term: Disclosure horizon and managerial myopia", *Harvard Business School Accounting & Management Unit*, Working Paper n° 12 72: 12.
- Carter M., Lynch L. et Tuna I. (2007). "The role of accounting in the design of CEO equity compensation", *The Accounting Review*, vol. 82, n° 2, p. 327-357.
- Cronqvist H. et Fahlenbrach R. (2013). "CEO contract design: How do strong principals do it?", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n° 3, p. 659-674.
- Deng X., Kang J.-K. et Low B.S. (2013). "Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n° 1, p. 87-109.
- Derrien, F., Kecskés A. et Thesmar D. (2013). "Investor horizons and corporate policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n° 6, p. 1755-1780.
- Derwall J., Koedijk K. et Ter Horst J. (2011). "A tale of values-driven and profit-seeking social investors", *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, n° 8, p. 2137-2147.
- Edmans A. (2011). "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices", *Journal of Financial Economics*, vol. 101, n° 3, p. 621-640.
- Faulkender M., Kadyrzhanova D., Prabhala N. et Senbet L. (2010). "Executive compensation: an overview of research on corporate practices and proposed reforms", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, n° 1, p. 107-118.
- Foster G. et Gupta M. (1997). "The customer profitability implication of customer satisfaction", Working paper, Stanford University and Washington University St Louis.
- Freeman R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder approach*, Pitman Publishing, Inc., Marshfield, Massachusetts.
- Froot K., Scharstein D. et Stein J. (1992). "Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation", *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1461-1484.
- Garel A. (2016). « Effets réels de la structure de l'actionnariat: impact des investisseurs de long-terme sur les politiques et la performance des entreprises », thèse de doctorat, Université Panthéon Sorbonne et ESCP Europe.

- Gopalan R., Milbourn T., Song F. et Thakor A. (2014). "Duration of executive compensation", *Journal of Finance*, vol. 69, n° 6, p. 2777-2817.
- Graham J., Campbell H. et Shiva R. (2005). "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, n° 1-3, p. 3-73.
- Harford J. et Lai K. (2007). "Decoupling CEO wealth and firm performance: The case for acquiring CEOs", *Journal of Finance*, vol. 72, n° 2, p. 917-949.
- Healy P. et Wahlen J. (1999). "A review of the earnings management literature and its implication for standard setting", *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 4, p. 365-383.
- Hemmer T. (1996). "On the design and choice of modern management accounting measures", *Journal of Managerial Accounting Research*, vol. 8, p. 87-116.
- Ittner C. et Larcker D. (1997). "Are non-financial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction", Working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Jacquet D. (2012). « Quand l'actionnaire remplace le client et détruit sa propre valeur : le cas de Coca-Cola », *Entreprises et histoire*, vol. 67, n° 2, p. 118-128.
- Jensen M. (1993). "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-880.
- Jensen M. et Meckling W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Jensen M. et Murphy K. (1990). "CEO incentives. It's not how much you pay, but how", *Harvard Business Review*, vol. 3, p. 64-76.
- Jensen M. (2002). "Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function", *Business Ethics Quarterly*, vol. 12, n° 2, p. 235-256.
- Koh P. (2007). "Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters", *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 26, n° 3, p. 267-299.
- Kuhnen C. et Zwiebel J. (2009). "Executive pay, hidden compensation and managerial entrenchment", Working Paper, Northwestern University.
- Krüger P. (2015). "Corporate goodness and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 115, n° 2, p. 304-405.
- Martinet A. et Reynaud E. (2004). *Management stratégique et écologie*, Economica.
- Mizik N. (2010). "The theory and practice of myopic management", *Journal of Marketing Research*, vol. 47, n° 4, p. 594-611.
- Poterba J. et Summers L. (1995). "A CEO survey of US companies' time horizons and hurdle rates", *Sloan Management Review*, vol. 37, p. 43-143
- Salitskiy I. (2016). "Recent trends in executive compensation: Are they Pareto improving?", *Revue Finance*, vol. 37, n° 2, p. 7-36.

- Sundaram R. et Yermack D. (2007). "Pay me later: Inside debt in managerial compensation", *Journal of Finance*, vol. 72, n° 4, p. 1552-1588.
- Walch J. (2005). "Book review essay: Taking stock of stakeholder management", *Academy of Management Review*, vol. 30, n° 2, p. 426-438.
- Xu R., Taylor G. et Dugan M. (2007). "Review of real earnings management literature", *Journal of Accounting Literature*, vol. 26, p. 195-228.
- Young S. et Yang J. (2011). "Stock repurchases and executive compensation contract design: The role of earnings per share performance conditions", *The Accounting Review*, vol. 86, n° 2, p. 703-733.