



**L'INFLUENCE SUR LA REMUNERATION DES
DIRIGEANTS DES LIENS HUMAINS ENTRE LES
ADMINISTRATEURS DES SOCIETES COTEES :
UNE ANALYSE DU RESEAU DES SOCIETES
COTEES AU SBF 250**

Ali Dardour

► **To cite this version:**

Ali Dardour. L'INFLUENCE SUR LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS DES LIENS HUMAINS ENTRE LES ADMINISTRATEURS DES SOCIETES COTEES : UNE ANALYSE DU RESEAU DES SOCIETES COTEES AU SBF 250. La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, May 2009, Strasbourg, France. pp.CD ROM. <halshs-00459365>

HAL Id: halshs-00459365

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00459365>

Submitted on 23 Feb 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

L'INFLUENCE SUR LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS DES LIENS HUMAINS ENTRE LES ADMINISTRATEURS DES SOCIETES COTEES : UNE ANALYSE DU RESEAU DES SOCIETES COTEES AU SBF 250

Ali DARDOUR

Doctorant – Professeur Associé
École doctorale de Sciences de Gestion - IAE Toulouse 1
Courrier électronique : dardour@univ-tlse2.fr

Résumé

Cet article a pour objectif d'étudier la structure des liens humains entre les conseils d'administration et son influence sur la rémunération incitative du premier dirigeant. Un échantillon de 181 dirigeants des sociétés du SBF 250 entre 2002 et 2005 est retenu. Nos résultats montrent que la position du conseil dans le réseau des liens, appréhendée par la centralité de proximité, a un impact positif sur le poids des rémunérations incitatives. Cependant, contrairement à nos attentes, le cumul des mandats par le dirigeant n'a pas d'influence significative sur la part incitative dans sa rémunération globale.

Mots clés : rémunération incitative, premier dirigeant, cumul des mandats, centralité du conseil.

Abstract

This article aims to study the structure of the board's interlocks and its influence on the incentive compensation of the company first executive. A database of 181 executives of the SBF 250 companies between 2002 and 2005 is chosen. Our results show that board position in the network of human links, apprehended by the closeness centrality, has a positive impact on the executive incentive compensation. However, in contrast with our expectations, the executive "plurality of mandates" has no significant influence on the incentive part in its global compensation.

Key words: *incentive compensation, first executive, plurality of mandates, board centrality.*

Je voudrais adresser un remerciement tout particulier à Madame la Professeur Christiane Alcouffe et à Monsieur le Professeur Alain Alcouffe pour la relecture attentive de ce papier, leurs commentaires judicieux et leurs suggestions.

INTRODUCTION

La théorie des réseaux sociaux suggère que les interactions entre acteurs sont un moyen d'échange d'informations créant un environnement générant des opportunités et des contraintes à leurs actions (Wasserman et Faust 1994, p. 4). Cette théorie considère les relations sociales en terme de nœuds et de liens. Les nœuds sont les acteurs sociaux dans le réseau, et les liens sont les relations entre les acteurs. Les acteurs sont décrits en fonction de leurs relations et non en fonction de leurs attributions.

Lorsqu'un administrateur siège simultanément dans deux conseils d'administration, il crée une relation entre ces deux entités. La multiplication de ces relations forme des réseaux formels de liens humains entre conseils. Ces réseaux sont dynamiques dans le temps. Leur structuration dépend des flux d'entrée et de sortie des administrateurs dans les conseils des sociétés.

La première section de ce papier s'intéresse au contexte juridique du phénomène du cumul des mandats en France. Dans une seconde section, les motifs de cumul des mandats avancés par les différentes approches théoriques sont présentés. La troisième et la quatrième section mettent en perspective le cumul des mandats par les dirigeants (dimension individu) et par les mandataires sociaux (dimension conseil). La méthodologie déployée et les résultats sont avancés dans la cinquième section. Enfin, un dernier paragraphe conclut ce papier.

1. L'HISTORIQUE DES LOIS ET DES RECOMMANDATIONS SUR LE CUMUL DES MANDATS EN FRANCE

La loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales fixe le nombre maximal de mandats susceptibles d'être détenu par une même personne physique à huit pour les mandats d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance dans des sociétés anonymes ayant leur siège social en France métropolitaine et à deux pour les mandats de Président du conseil d'administration, de membre du directoire ou de directeur général unique. Jusqu'à une date récente des études empiriques ont révélé que certaines personnalités dépassent largement ces limites de cumul des mandats. Ce phénomène fait l'objet de critiques de la presse financière, de l'opinion publique et des rapports sur le gouvernement d'entreprise. Les principaux arguments sont les suivants :

- L'exercice simultané d'un trop grand nombre de mandats se traduit par le manque de disponibilité des mandataires sociaux et ainsi par le manque de participation dans le contrôle et la gestion de l'entreprise ce qui n'est pas sans risque sur la rentabilité de l'entreprise.
- La pratique des mandats croisés permet aux dirigeants de servir mutuellement leurs propres intérêts. Cet argument vise plus particulièrement les mandats croisés dans certains comités des rémunérations.

Le premier rapport Viénot (1995) recommandait de limiter le nombre des mandats réciproques et « d'éviter de nommer au sein des comités des rémunérations et au comité d'audit du conseil d'une société A des administrateurs venant d'une société B lorsque au comité analogue de la société B siège déjà un administrateur venant de la société A » (rapport Viénot I, p. 15). Le deuxième rapport Viénot (1999) rappelle cette règle et recommande de limiter le nombre des mandats à cinq maximum (rapport Viénot II, p. 15).

Cette recommandation a été reprise par la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE) du 15 mai 2001 qui limite le nombre de mandats susceptibles d'être exercés simultanément par une personne physique dans les sociétés anonymes ayant leur siège sur le territoire français à cinq mandats. Cependant « les règles applicables en matière de limitation de cumul des mandats dans les sociétés anonymes, telles qu'elle résultent de la loi du 15 mai 2001, posent de redoutables problèmes pratiques aux entreprises en raison de leur ambiguïté, de leur complexité et de leur rigidité excessives¹ ». Selon la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, les articles de la loi NRE de 2001 sur le cumul des mandats sont « tellement restrictifs qu'il est difficile, dans les groupes comptants de nombreux sociétés anonymes, de trouver assez de personnes physiques pour y exercer les mandats sociaux prévus par la loi »². Les organisations patronales AFEP et MEDEF jugent inutile de prévoir des limitations de mandats dans les groupes de sociétés et dans les sociétés non cotées (rapport MEDEF, p. 5). L'étude comparative avec les autres pays européens montre qu'en Belgique, Pays-Bas et Espagne aucune disposition juridique n'a été adoptée pour limiter le nombre des mandats d'administrateurs pouvant être exercés par une même personne dans des sociétés commerciales. Alors, qu'en Allemagne et en Italie, il existe seulement des recommandations semblables à ce que proposait le comité Viénot (1999).

Face à ces critiques, la loi n°2002-1303 du 29 octobre 2002 modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux a été adoptée. La limite globale de cinq

¹ Philippe Houillon (2002), Rapport de l'Assemblée Nationale n°233, p. 5.

² Rapport présenté par M. Jean Courtière au nom de la commission juridique, adopté en assemblée générale le 2 mai 2002, page 8.

mandats d'administrateurs ou de membres du conseil de surveillance dans les sociétés anonymes ayant leur siège sur le territoire français est maintenue. La dérogation groupe¹ qui ne visait que les seuls mandats exercés dans des filiales non cotées est étendue aux mandats exercés dans des filiales cotées. Un administrateur de la société mère peut être administrateur de la filiale, sans que ce second mandat ne soit pris en compte dans le calcul du nombre de mandats. La loi du 29 octobre 2002 permet également de ne compter que pour un seul mandat les mandats d'administrateurs exercés dans les sociétés qui sont contrôlées par une même société (sociétés sœurs) si elles ne sont pas cotées. En outre, le nombre de mandats détenus à ce titre ne doit pas être supérieur à cinq.

À titre d'illustration, si une société A contrôle cinq sociétés B, C, D, E et F non cotées, une personne pourra être à la fois administrateur des sociétés B, C, D, E et F: ces cinq mandats ne compteront que pour un. Une personne physique peut donc exercer un nombre illimité de mandats dans les sociétés non cotées contrôlées au sens de l'article 233-16 du code de commerce par une même société mère.

2. LES MOTIFS DE CUMUL DES MANDATS

Le recours à la pratique de cumul des mandats peut être expliqué par au moins deux perspectives : La perspective interorganisationnelle et la perspective contractuelle. Ces perspectives ne sont pas mutuellement exclusives, mais souvent complémentaires.

2.1 La perspective interorganisationnelle

2.1.1 La théorie de dépendance des ressources

L'argument de base de la théorie de dépendance des ressources est que l'analyse de relations interorganisationnelles au sein du réseau peut aider les dirigeants à comprendre les relations

¹ La définition généralement retenue est celle selon laquelle le groupe est constitué par un ensemble de sociétés qui conservent chacune leur personnalité morale mais qui sont unies entre elles par des liens divers (économiques, financiers, capitalistiques...) et dont l'une d'elles, dénommée société mère, domine ou exerce un contrôle sur les autres en centralisant le pouvoir de décision. Très souvent, les sociétés, bien qu'indépendantes, sont dans un état de dépendance économique. Le code de commerce aborde le problème des groupes en fonction de l'importance de la participation détenue par une société dans le capital d'une autre. À certains degrés de détention du capital d'une société correspondent des définitions. En fait, ces seuils ne sont pas significatifs. En effet, dans des sociétés fermées, pour exercer une influence sur les prises de décision, il faut détenir la minorité dite de blocage (+ 33,33 % dans les SA). Lorsqu'une société possède plus de la moitié du capital d'une autre société, la seconde est considérée, pour la réglementation des sociétés contrôlées, comme la filiale de la première (c. com. art. L. 233-1).

de pouvoir et de dépendance qui existent entre leur organisation et d'autres acteurs du réseau. Par le biais de ces relations, les dirigeants peuvent davantage anticiper les sources d'influence de l'environnement et envisager les façons de les contrebalancer en créant une « contre-dépendance ». Pour réduire les contraintes des marchés ou stabiliser son environnement, l'entreprise cherche à établir des liens avec ses partenaires externes (fournisseurs, clients, banques, investisseurs institutionnels, collectivités publiques...) de façon à contrôler ses ressources les plus critiques. Une pratique courante des entreprises consiste à intégrer au sein du CA des représentants de ces ressources (Burt 1983). Lorsque l'environnement devient plus incertain et menaçant, l'entreprise renforce ou accroît ces liens. Cette pratique aura pour conséquence, cependant, de limiter la latitude des dirigeants dont les décisions seront influencées et contraintes par les administrateurs représentant les ressources critiques.

2.1.2 Le contrôle de l'organisation

La problématique de contrôle de l'organisation a donné naissance à plusieurs approches théoriques au gré de la transformation de la nature du capitalisme. En France, le phénomène de cumul des mandats est une caractéristique commune aux différents modèles du capitalisme.

En France, la genèse du capitalisme a été guidée par les entreprises familiales. Quelques centaines de familles contrôlent une partie importante du capital des plus grands groupes. Le modèle de « contrôle familial » suppose que ces familles complètent le contrôle des sociétés appartenant à leur empire, par l'existence d'administrateurs communs. Le principe de réciprocité des liens sert à échanger des connaissances et des informations dans une perspective de coordination et de coopération (Charreaux 2003).

Après la première guerre mondiale, une première vague de nationalisation a été rendue nécessaire pour la reconstruction de l'économie nationale. La nationalisation concerne essentiellement les activités de services publics. Le Commissariat Général du Plan a été créé en 1946, il avait pour mission d'orienter et de coordonner les activités du secteur public. La loi du 11 février 1982 procède à une deuxième vague de nationalisation à caractère stratégique puisqu'elle a visé des secteurs d'activité qui ne sont pas en difficulté. L'Etat se donne les moyens d'intervenir massivement et directement dans le fonctionnement de l'économie. Les grands projets politico-économiques ont donné naissance à de grandes entreprises dans les principaux secteurs d'activité (technologie, Aérospatiale, énergie, télécommunication, transport...). L'économie française se caractérise alors par une alliance d'intérêts entre les élites politiques et les grandes familles du capitalisme français.

L'alternance politique de 1986 conduit à une première vague de privatisation effectuée par le gouvernement Chirac entre 1986 et 1988. Le gouvernement justifie les privatisations par un souci d'efficacité économique pour permettre aux entreprises de s'adapter de façon plus réactive à l'environnement concurrentiel. La deuxième vague de privatisation correspond aux gouvernements Balladur et Juppé entre 1993 et 1996. La loi du 19 juillet 1993 concerne 21 entreprises publiques¹. La troisième vague de privatisation correspond au gouvernement Jospin². Les opérations de privatisations se sont traduites par le développement d'un nouveau modèle, fait de « cœurs financiers » matérialisés par des participations croisées intragroupes ou intergroupes nationaux industriels et sur une relation étroite entre les banques et l'industrie. L'Etat français conserve des participations minoritaires et souvent une représentation au conseil d'administration. Le réseau des liens financiers est souvent accompagné par des mandats croisés, créant ainsi des liens humains entre les sociétés. Plus particulièrement, les établissements bancaires occupent une position nodale au sein de ce réseau puisqu'elles assurent le financement des principaux groupes sous forme de prêts et de participations au capital. Elles sont souvent représentées au conseil d'administration de ces groupes afin de protéger leurs intérêts en imposant un contrôle direct sur les actions de la direction (Mintz et Schwartz 1981a, 1981b). En ce qui concerne les participations croisées intergroupes, leur objectif est essentiellement de créer des « noyaux durs » d'actionnaires permettant aux sociétés de maîtriser la structure de leur actionnariat et de maintenir l'équilibre des pouvoirs entre actionnaires et dirigeants. Le réseau d'alliances en capital entre les groupes représente un vecteur des moyens nécessaires à leur développement et non seulement un moyen de protéger les groupes et leurs dirigeants face aux risques d'une offre publique d'achat hostile (OPA).

Ce n'est qu'à partir de 1996 et de l'accélération de la libéralisation que se dénouent « ces noyaux durs » et que le capitalisme français se trouve confronté directement au monde de la finance. La cession des participations dans les principales entreprises industrielles, par les grands groupes bancaires ou compagnies d'assurance, expose les grandes entreprises françaises à la montée en puissance des fonds d'investissement institutionnels étrangers dans leur capital. Les vagues de cession des participations interviennent dans un contexte de

¹ Lors de cette vague ont été privatisés : le Crédit Local de France (1993), la BNP (1993), Rhône-Poulenc (1993), Elf-Aquitaine (1994), l'UAP (1994), la SEITA (1995), Bull (1995), Usinor-Sacilor (1995), BFCE (1995), Pechiney (1995), AGF (1996) et la Cie Gale Maritime (1996). Renault a par ailleurs procédé en novembre 1994 et en juillet 1996.

² Elle voit la privatisation partielle de France Télécom (octobre 1997), du CIC (avril 1998), la privatisation de Thomson CSF et de Thomson Multimédia, la cession du GAN et du CIC, de l'UIC (1998), de la CNP assurances, d'Air France (1999) et du Crédit Lyonnais (1999).

mauvaise conjoncture économique résultat de l'éclatement de la bulle spéculative immobilière obligeant plusieurs groupes à céder de nombreuses participations pour se financer. Les groupes se sont également lancés dans des stratégies de croissance interne et externe pour atteindre une taille critique au niveau mondial. Mais la structure de l'actionnariat ne leur permet pas, sans modifications, de réaliser des opérations de croissance externe de grande ampleur. Le modèle de cœur financier n'est plus adapté aux conditions économiques et aux nécessités stratégiques des groupes. Le modèle de marché financier a pris le relais. La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des grands groupes français est particulièrement importante depuis 1997; elle est concomitante au recul des participations croisées (Morin et Rigamonti 2002, p. 168). La participation des groupes financiers français dans le capital des sociétés du CAC 40 est passée de 15% en 1997 à 3,5% en 2001.

En 2005, il subsiste cependant quelques relations financières entre les groupes. Elles sont essentiellement le fait des sociétés financières qui conservent des participations minoritaires dans des groupes industriels.

2.1.3 La légitimité des organisations

La théorie institutionnelle suppose que les institutions exercent une pression sur les organisations pour qu'elles justifient leurs activités de façon à paraître légitimes socialement. Ces pressions émanent de plusieurs sources : l'Etat, les organisations de régulation et les professions. La réponse à ses pressions induit un changement dans les structures des organisations qui deviennent de ce fait isomorphes avec les attentes prescrites institutionnellement. Les administrateurs communs sont considérés comme un moyen de construction ou de renforcement de la réputation de l'organisation pour légitimer ses activités. Cette tendance vers la conformité, nommée isomorphisme, est un élément central de la théorie institutionnelle. Il peut s'agir d'un isomorphisme mimétique, c'est-à-dire que les organisations se modèlent les unes aux autres pour accroître leur légitimité par le biais d'administrateurs communs. Enfin, il peut s'agir d'un isomorphisme normatif qui est fondé sur un phénomène de professionnalisation, défini par DiMaggio et Powel (1983) comme l'ensemble des efforts collectifs par lesquels les membres d'une profession (métier d'administrateur) définissent les conditions et les méthodes de travail afin d'établir une base cognitive légitime à leurs activités. Dans une optique de professionnalisation du métier d'administrateur, des organismes peuvent mettre en place des programmes de formation au profit des administrateurs. C'est ce que développe, par exemple, l'Institut Français des administrateurs ces dernières années.

En conclusion, les approches développées par la perspective interorganisationnelle supposent que les liens entre les conseils sont établis volontairement par les organisations afin de servir leurs objectifs (Charreaux 2003).

2.2 La perspective contractuelle des réseaux

Dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976), un accroissement de la discipline exercée sur les dirigeants est supposé favorable aux actionnaires. Cependant, l'influence des réseaux sociaux sur la valeur pour l'actionnaire n'est pas univoque. Le cumul des mandats peut être considéré comme un mécanisme disciplinaire efficace ou comme un moyen de contournement de cette discipline. La première approche suppose que l'appartenance au réseau des liens humains interconseils a un effet positif sur la performance de l'entreprise puisque ce réseau favorise le contrôle du manager, notamment par le biais de la de surveillance mutuelle entre dirigeants. La deuxième approche suppose que la participation au réseau des liens humains interconseils a un effet négatif sur la performance. Les réseaux sociaux sont « considérés comme un vecteur d'enracinement des dirigeants et donc un facteur de réduction de la performance » (Charreaux 2003, p. 2).

Dans la perspective contractuelle, les études s'intéressent à l'influence des réseaux sociaux sur la performance de l'entreprise et rarement sur la rémunération des dirigeants. L'étude de la relation entre le cumul des mandats par le premier dirigeant et de la position des conseils d'administration dans la structure du réseau des liens humains entre les conseils des sociétés du SBF 250 et la rémunération des dirigeants est donc d'un grand intérêt.

3. LE CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS

Un dirigeant peut siéger dans les conseils des entreprises cotées contrôlées par le groupe comme dans d'autres sociétés non contrôlées par le groupe tant que le nombre global est inférieur ou égal à cinq mandats. En octobre 2008, InvestorSight et l'Institut Français des Administrateurs, en collaboration avec la Fédération Française des Clubs d'Investissement et NYSE Euronext, ont mené une enquête auprès de 817 actionnaires individuels dans les sociétés du CAC 40 et les midcaps sur le thème « Pouvoir et contre-pouvoir dans l'entreprise ». Selon cette enquête, les actionnaires dénoncent le cumul des mandats par les dirigeants. Les termes utilisés pour désigner le cumul des mandats sont : « *connivence* »,

« *clientélisme* », « *collusion* », « *cooptation* », « *favoritisme* », « *laxisme* » des conseils, « *club* », « *mafia* », « *consanguinité* ». Cette étude révèle que cette pratique est généralement mal perçue par les actionnaires minoritaires, mais également par les investisseurs institutionnels comme en témoigne la recommandation du rapport Viénot (1999) relative au cumul des mandats. Ce rapport est lui-même une réponse à la demande des investisseurs étrangers pour améliorer la gouvernance d'entreprise en France. À l'opposé, des recherches suggèrent que le cumul des mandats est un signal sur le degré de compétences du dirigeant (Booth et Deli 1996 ; Kaplan et Reishus 1990). En effet, Kaplan et Reishus (1990) montrent que la probabilité que le CEO obtienne un siège d'administrateur dans une autre firme est positivement liée à la performance de la firme de ce CEO. Les CEO des firmes les plus performantes ont plus de chance d'avoir plusieurs mandats dans les conseils des sociétés les plus prestigieuses. Geletkanycz, Boyd et Finkelstein (2001) ont réalisé une étude sur un échantillon de 406 entreprises américaines. Ils remarquent une relation positive entre le niveau de la rémunération du CEO et le nombre de mandats détenus par ce dernier hors de sa firme.

La variable « cumul des mandats » représente le nombre des mandats détenus par le dirigeant *i* au sein des sociétés de l'indice SBF 250 à la fin de l'année *t*. En suivant le résultat de l'étude de Geletkanycz et al. (2001), une relation positive entre le cumul des mandats par le premier dirigeant et sa rémunération est anticipée.

4. LE CUMUL DES MANDATS PAR LES MANDATAIRES SOCIAUX

Alcouffe et Alcouffe (1998) ont étudié l'ensemble des sociétés cotées en France en 1998. Les auteurs montrent que près de mille administrateurs siégeaient dans plus d'une société créant ainsi des liaisons personnelles entre les sociétés. Agardi et Alcouffe (2007) ont étudié la structure des mandats des sociétés du CAC 40 sur la période allant de 1998 à 2006. Les auteurs révèlent que le nombre des administrateurs multi-mandatés est « à peine touché » sur toute la période (Agardi et Alcouffe 2007, p. 7). Le nombre des administrateurs multi-mandatés est passé de 93 en 2002 (20,4%) à 96 (16,9%) en 2006.

À notre connaissance, aucune étude n'a étudié la relation entre les liens interconseils et la rémunération des dirigeants des entreprises en France. Au moins, deux catégories d'études peuvent être distinguées. La première catégorie s'oriente vers l'étude de la structure du graphe des administrateurs des grandes sociétés françaises (Chabi et Maati 2006), européennes (Maati 2006) et américaines (Newman, Strogatz et Watts 2001). La principale conclusion des

études de cette catégorie est que la structure du réseau des grandes entreprises (CAC 40, FTS Eurofirst 100 et Fortune 1000) est de type « petit monde » (Milgram 1967). Autrement dit, la structure du réseau réel ne peut se distinguer significativement d'un réseau issu d'un processus aléatoire d'allocation des liens. Par conséquent, « les stratégies individuelles ou collectives, pour autant qu'elles existent, n'ont pas de conséquences sur la structure globale du réseau » (Maati et Reistch 2007, p. 8). Cet argument remet en cause la représentation négative qu'en ont les petits actionnaires et le législateur en particulier et l'opinion publique en général.

La deuxième catégorie d'études tente de déterminer l'impact des relations d'administrateurs sur la performance de l'organisation ou les intérêts individuels ou collectifs des acteurs du réseau. En effet, l'étude de Yeo et al. (2003) conclut à une incidence favorable des réseaux sur la performance de l'entreprise.

En ce qui concerne l'influence des liens humains d'administrateurs sur la rémunération des dirigeants, les principales études ont été réalisées aux Etats-Unis. Les résultats de ces études sont contradictoires. Hallock (1997) et Fich et White (2003) soulignent une relation positive entre le niveau de la rémunération du CEO et le nombre d'administrateurs réciproques¹. Alors que Core, Holthausen et Larcker (1999), dans leur étude de 205 entreprises américaines pour la période allant de 1982 à 1984, ne trouvent pas de lien entre les relations directes des administrateurs externes² et la rémunération des dirigeants même s'ils constatent que les rémunérations sont plus fortes lorsque les administrateurs externes cumulent plus de trois sièges.

Dans cette étude, l'objectif est de déterminer l'influence de la position du conseil dans la structure des liens interconseils sur la rémunération du premier dirigeant des sociétés du SBF 250. La position de chaque conseil dans le réseau est appréhendée à partir des liens directs mais aussi des relations indirectes impliquant des intermédiaires. Freeman (1979) distingue trois mesures de centralité : la centralité de degré (*degree centrality*), de proximité (*closeness centrality*) et d'intermédiarité (*betweenness centrality*).

- La centralité de degré

La centralité de degré mesure le nombre de connexions de chaque individu (ou conseil d'administration) avec d'autres individus au sein du réseau. Un individu est considéré comme

¹ Le dirigeant de la société A siège dans le conseil de la société B et le dirigeant de la société B siège dans le conseil de la société A.

² Un administrateur externe d'une firme est lié si aucun administrateur interne de cette firme ne siège dans le conseil de la firme de l'administrateur externe (*notre traduction*).

« central » s'il est fortement connecté aux autres et comme périphérique s'il ne l'est que faiblement. Plus l'indice est élevé, plus l'activité de communication d'un individu est forte. La centralité de degré est un indicateur de l'implication et de l'engagement d'un individu dans le réseau. Un individu central n'a pas besoin de relais pour transmettre ses messages. De plus, un individu lié à n individus périphériques n'est pas aussi central que celui qui est lié à n individus eux-mêmes centraux. Un individu à la périphérie dépend des intermédiaires (plus centraux) pour sa communication avec les autres. Il ne contrôle pas sa communication.

- La centralité de proximité

La centralité de proximité mesure la proximité d'un individu (ou un conseil d'administration) par rapport à l'ensemble des autres individus du réseau. Elle se calcule en additionnant toutes les distances géodésiques aux autres sommets. Plus l'indice est élevé, plus l'individu est central et proche de l'ensemble de tous les autres acteurs. Elle fait référence à l'idée d'indépendance ou d'autonomie d'un acteur, c'est-à-dire son influence potentielle et sa capacité d'obtenir de l'information.

- La centralité d'intermédiarité

Lorsque deux acteurs ne sont pas adjacents, ils dépendent d'autres acteurs du groupe pour leurs échanges, en particulier des acteurs qui se trouvent sur le chemin entre eux et ceux qui ont la capacité d'interrompre la circulation des ressources. L'idée est qu'un nœud (acteur) peut n'être que faiblement connecté aux autres nœuds (faible centralité de degré) et pourtant s'avérer être un intermédiaire indispensable dans les échanges entre les autres membres du groupe. La centralité d'intermédiarité mesure donc la capacité d'un nœud du réseau à être sur le chemin de longueur minimale qui relie d'autres nœuds. Elle est interprétée comme l'aptitude à médiatiser tous les flux d'information entre acteurs et fait référence à la possibilité de contrôler les communications entre acteurs du réseau.

5. ETUDE EMPIRIQUE

5.1 Les liens humains des sociétés du CAC 40

À partir des données publiées dans les rapports annuels des sociétés du CAC 40, nous avons collecté la composition des conseils d'administration et nous les avons croisés ensuite dans une matrice carrée (40 x 40) pour identifier les administrateurs communs. Un lien existe entre

deux conseils lorsqu'au moins un administrateur y siège simultanément. Les résultats montrent que le nombre des administrateurs multi-mandatés est quasi-identique à celui trouvé par Agardi et Alcouffe (2007). En effet, en 2002, 95 (20%) administrateurs détiennent 40,78% de l'ensemble des mandats et en 2006, 95 (21%) administrateurs détiennent 36% des mandats. La baisse du nombre d'administrateurs détenant plus de cinq mandats est compensée par une hausse du nombre d'administrateurs détenant deux ou trois mandats. À partir de l'année 2003 aucun administrateur ne dispose de plus de cinq mandats au sein des conseils des sociétés du CAC 40 (les sociétés devaient se conformer avec la disposition de la loi NRE 2001 relative au cumul des mandats avant le 16 novembre 2002). Jean Peyrelevade et Michel Pébereau qui détenaient six mandats ont dû se soumettre à la loi NRE à la fin de l'année 2002.

5.2. Les liens humains des sociétés du SBF 250

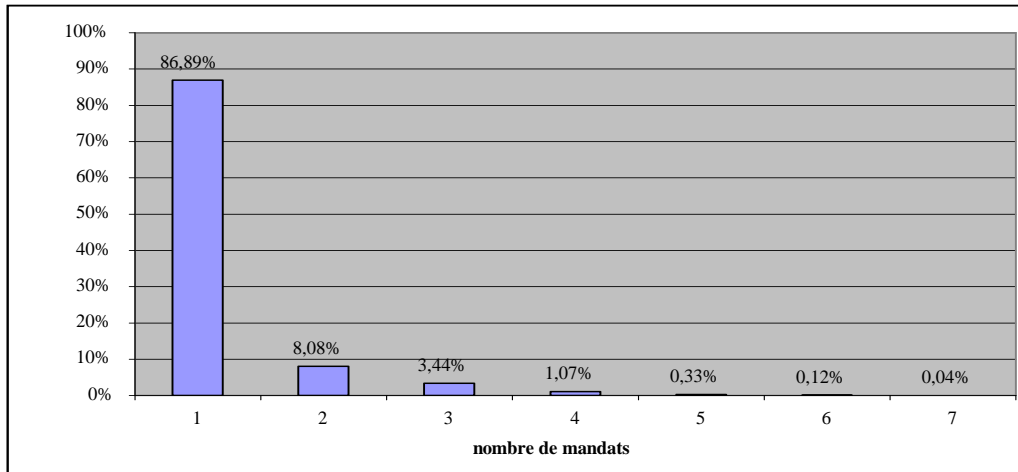
Notre échantillon correspond à l'ensemble des conseils d'administration des sociétés cotées au SBF 250, soit 249 entreprises. En décembre 2005, ces conseils étaient composés de 2412 administrateurs répartis entre 2904 sièges. Ainsi, 492 de ces sièges proviennent d'un cumul de mandats. Autrement dit, 316 administrateurs détiennent 808 sièges. Les résultats sont présentés dans le tableau 1 qui suit.

Tableau 1 : Répartition des administrateurs par nombre de mandats cumulés

Nombre de mandats	1	2	3	4	5	6	7	Total
Nombre d'administrateurs	2096	195	83	26	8	3	1	2412
Total de sièges représentés*	2096	390	249	104	40	18	7	2904

* Ces chiffres prennent en compte le mandat principal exercé par l'administrateur dans sa société.

La répartition des mandats des administrateurs du SBF 250 est assez inégale. En effet, près de 87% des administrateurs concernés par cette analyse ne disposant que d'un siège. Ainsi, les administrateurs multi-mandatés représentent **13,1%** du total des administrateurs. Le graphique 1 montre la répartition des administrateurs selon le nombre des mandats détenus en 2005.



Graphique 1 : Répartition des administrateurs selon le nombre de mandats détenus au 31/12/2005

Il apparaît clairement que les sociétés françaises ont appliqué la loi NRE (2001) et la loi du 29 octobre 2002 qui limite le nombre global de mandats à cinq, à l'exception de quatre dirigeants dont Henri Proglia, PDG de Véolia Environnement, qui détient sept mandats dans les sociétés du SBF 250.

Tableau 2 : Liste dans mandats de Henri Proglia au 31/12/2005

Indice	Société
SBF 120	Casino Guichard
SBF 120	Cnp Assurances
CAC 40	EDF
SBF 120	Elior
CAC 40	Lagardère
CAC 40	Thalès
CAC 40	Véolia Environnement

Par ailleurs, il ressort que le cumul des mandats est plus fréquent dans les sociétés du CAC 40 et très peu répandu dans les sociétés du SBF 250 (hors SBF 120). Aucun administrateur du SBF 250 (hors SBF 120) ne détient plus de trois mandats. La quasi-totalité des « multi-mandatés » siège dans les sociétés du SBF 120. Si nous considérons l'indice de cotation comme indicateur de taille de l'entreprise, nous pouvons constater que les administrateurs multi-mandatés siègent le plus souvent aux conseils des plus grandes sociétés. Ils occupent généralement des fonctions exécutives dans leurs sociétés.

Le croisement des compositions des conseils d'administration des sociétés du SBF 250 est représenté par une matrice symétrique d'une dimension de (249 x 249) en 2005. La somme de l'une des deux diagonales donne le nombre total de connexions générées par tous les

administrateurs communs. Ainsi, le nombre de connexions, lorsqu'il est supérieur à 1 renforce le lien établi entre deux entreprises. À titre d'exemple, le groupe Bouygues a 7 administrateurs communs avec la société TF1. On dit que le groupe Bouygues a 7 connexions avec TF1 représentant 1 appariement entre les deux sociétés. Ainsi le nombre d'appariements est toujours inférieur ou égal au nombre de connexions. Si une entreprise détient 5 connexions, on doit observer la structure de ces connexions pour déterminer le nombre d'appariements (le nombre d'appariement correspond à la centralité de degré du conseil, c'est-à-dire le nombre des liens directs d'un conseil avec d'autres conseils). En 2005, le nombre de connexions varie entre 0 et 27. Nos calculs révèlent 630 appariements générés par 722 connexions. 117 entreprises n'ont aucun administrateur en commun avec d'autres entreprises. Le tableau 3 présente la répartition des connexions et des appariements des sociétés du SBF 250 en 2005.

Tableau 3 : Répartition des connexions pour les 249 entreprises du SBF 250 en 2005

Nombre de connexions	Nombre d'entreprises	Connexions	Appariements
0	117	0	0
1	39	39	39
2	20	40	39
3	11	33	32
4	11	44	39
5	6	30	26
6	7	42	39
7	11	77	68
8	1	8	8
9	3	27	26
10	3	30	28
11	2	22	17
12	2	24	18
13	1	13	10
14	1	14	9
15	1	15	13
16	3	48	39
18	3	54	50
19	1	19	19
21	2	42	34
22	1	22	18
26	2	52	38
27	1	27	21
Total	249	722	100%

Tableau 4 : Statistiques sur les connexions et les appariements des sociétés du SBF 250

	Connexions	Appariements
Moyenne	2,90	2,53
Médiane	1	1
Mode	0	0
Ecart-type	5,126	4,268
Minimum	0	0
Maximum	27	21

NB : 249 sociétés du SBF 250 dont 117 sans aucun lien.

Le tableau 4 montre qu'en moyenne (médiane), près de 3 (1) connexions par conseil génèrent 2,5 (1) appariements. Chaabeni (2003) a étudié un échantillon de 184 entreprises industrielles classées parmi les 500 premières en 1999 selon le chiffre d'affaires. L'auteur trouve qu'en moyenne, 7 connexions par conseil génèrent 5 appariements. Ainsi, il apparaît que la structure des mandats a profondément changé en 2005 par rapport à 1997. Les entreprises se sont adaptées aux nouvelles exigences juridiques relatives au cumul des mandats. Elles ont réparti les membres du conseil dans différentes sociétés ce qui permet de rapprocher le nombre des connexions du nombre d'appariements. Nous avons calculé les mêmes statistiques pour les 132 sociétés du SBF 250 qui ont au moins un administrateur commun. Le tableau 5 donne ces statistiques.

Tableau 5 : Statistiques sur les connexions et les appariements des sociétés du SBF 250

	Connexions	Appariements
Moyenne	5,47	4,77
Médiane	3	3
Mode	1	1
Écart-type	5,965	4,869
Minimum	1	1
Maximum	27	21

NB : les statistiques sont calculées seulement pour les sociétés avec au moins un administrateur commun (132 sociétés).

En moyenne, un peu plus de 5 connexions par conseil génèrent près de 5 appariements. Ce qui montre que seulement quelques entreprises ont plus d'un administrateur commun. L'intensité des connexions est très importante lorsqu'il existe un fort lien capitalistique de type société mère/filiale contrôlée. C'est le cas du groupe Bouygues et TF1 (7 administrateurs communs) et Rallye et Casino Guichard (5 administrateurs communs).

Nous avons également constaté que les liens générés par les administrateurs communs diminuent avec la taille de l'entreprise. Ce qui est cohérent avec nos résultats concernant le cumul des mandats qui est également plus important parmi les plus grandes entreprises. Le tableau 6 (voir annexe 2) affiche les sociétés du SBF 250 qui ont au moins 8 connexions en 2005. Il montre que la présence d'administrateurs communs est plus forte parmi les entreprises de grande taille. Ainsi 27 entreprises parmi les sociétés du SBF 250 sont liées à au moins 8 autres entreprises, mais aucune de ces entreprises n'appartient au SBF 250 (hors SBF 120). En effet, 14 sociétés sont cotées au CAC 40 et 13 sont cotées au SBF 120 (hors CAC 40). Ces 27 groupes détiennent près de 58% des connexions (55,3% des appariements). Nous observons également la forte présence d'administrateurs communs dans les sociétés financières (banques et compagnies d'assurances). Ainsi, nous trouvons, parmi les 27 entreprises les plus connectées, 7 grandes institutions financières (Crédit agricole, BNP Paribas, Société Générale, Axa, AGF, CNP Assurances et le groupe Eurazeo). À titre d'exemple, le groupe BNP Paribas dispose de 27 connexions qui génèrent 21 appariements. La dominance des sociétés financières aussi bien dans la dimension capitalistique que dans la dimension sociale a été validée par l'étude de Kadushin (1995), Morin (1996) et Chabi et Maati (2006).

Dans ce travail, les mesures de centralité sont utilisées pour déterminer l'influence de la position du conseil dans le réseau des sociétés du SBF 250 sur la rémunération des dirigeants d'entreprises. Nous anticipons une relation positive entre les mesures de centralité du conseil d'administration ou de surveillance et la rémunération des dirigeants.

L'indice de densité permet d'estimer l'intensité des liens entre les conseils d'administration. Si chaque conseil est lié aux $n-1$ autres, le graphe est dit complet et la population totale forme une seule composante (aucune entreprise n'est isolée du graphe). Dans le cas contraire, peuvent apparaître plusieurs composantes. La densité des liens des conseils est calculée à partir de la matrice dichotomique des relations interentreprises par le biais d'administrateurs communs. Lorsque deux sociétés ont en commun au moins un administrateur, nous inscrivons la valeur 1 dans cette matrice et 0 sinon. La densité du réseau correspond au ratio entre le maximum de liaisons théoriques possibles et le nombre effectivement observé.

Le graphique 2 (voir annexe 1) est obtenu à l'aide du logiciel UCINET 6 développé par Borgatti, Everett et Freeman (2002). En 2005, la densité atteint 16,67 %¹ pour les entreprises du CAC 40 contre 6,06 % pour les sociétés du SBF 120, seulement 3 % pour les sociétés du

¹ Le pourcentage de densité binaire des interconnexions des conseils d'administration des sociétés du CAC 40 sur la période allant de 1998 à 2006 s'élève à 19,15%.

SBF 120 hors CAC 40 et moins de 1% pour les sociétés du SBF 250 hors SBF 120. La densité diminue mécaniquement en ajoutant une nouvelle entreprise dans le graphe puisque le nombre de ses liens observés est toujours inférieur ou égal au nombre de ses liens théoriques (juridiquement la taille du conseil est limitée à 24 administrateurs). Néanmoins, le graphe montre que les entreprises du SBF 120 occupent une position centrale dans le réseau des liens (composante en rouge). Alors que les sociétés appartenant au SBF 250 (hors SBF 120) se trouvent à la périphérie du réseau entretenant peu ou pas de liens avec les conseils du réseau. Certaines entreprises du SBF 250 hors SBF 120 forment des petites composantes : six composantes dyadiques (Wavecom et Ilog ; Alain Afflelou et Toupargel ; Hubwoo.com et Cegid ; High co et Monsieur Bricolage, Gamloft et Ubisoft et Lafuma et Lacie), une composante triadique (April Group, GL Events et Hyparlo) et une composante de six entreprises et un ensemble d'entreprises isolées (entreprises en bleu).

5.3 La présentation de l'échantillon des dirigeants

L'échantillon de cette étude concerne les premiers dirigeants des sociétés cotées à l'indice SBF 250 à savoir le Président Directeur Général, le Président du Directoire et le Directeur Général selon la structure d'organisation du pouvoir de l'entreprise. De l'ensemble des sociétés du SBF 250 cotées à la fin de l'année 2005, nous avons été amenés à supprimer les observations suivantes :

- Les sociétés qui ne publient pas la rémunération individuelle et nominative du premier dirigeant ;
- Les sociétés en commandites par actions puisque les gérants sont rémunérés statutairement sur les bénéfices (Bonduelle, Lagardère, Elixior, Etam Développement, Groupe Stéria, Hermès international et Rubis) ;
- Les observations aberrantes (les individus dont la rémunération en espèce est très faible ou très élevée par rapport à la moyenne sont supprimés).

L'échantillon final est composé de 181 entreprises, soit un maximum de 724 observations sur la période 2002-2005.

À ce jour, il n'existe pas de bases de données publiques sur la rémunération des dirigeants français. Pour les besoins de cette étude, l'essentiel de l'information sur la rémunération des dirigeants a été collecté manuellement à partir des rapports annuels, publiés sur les sites Internet des sociétés du SBF 250. Nous avons arrêté la collecte des données en juillet 2006. Les données concernant les variables de gouvernance sont également collectées à partir des

rapports annuels des sociétés concernées et de la base de données *Dafsalians*. Enfin, les données financières et boursières ont été principalement réunies à partir des bases de données *Datastream* et *Infinacial*.

5.4 La définition des variables expliquées et explicatives

Variables

Définitions et mesures

Variable expliquée :

REM-INCIT	Bonus annuel + valeur potentielle des stock-options et des actions gratuites divisé par la rémunération annuelle globale.
-----------	---

Variables explicatives :

Déterminants économiques de la rémunération :

MTBV	Opportunités de croissance de la société mesurées par le ratio <i>Market to book value</i>
ROA	Rendement des actifs du bilan de la société
TSR	Rendement total pour l'actionnaire (annuel)
RISQUE	Ecart-type du ratio ROA sur 3 ans (t-2 à t)

Déterminants politiques de la rémunération :

Variables liées à la structure et à la nature de l'actionnariat :

DISP/CONC	Dispersion du capital, variable codée 1 si aucun actionnaire ne détient plus de 20% du capital, 0 sinon (Concentration).
-----------	--

Variables des caractéristiques des conseils :

TCA	Taille du conseil, mesurée par le nombre d'administrateurs siégeant dans le conseil à la fin de l'exercice t
PAI	Pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil
SCA	Variable dichotomique codée 1 si le conseil est moniste et 0 si le conseil est dualiste.
Cumul	Cumul des mandats : nombre de mandats détenus par le premier dirigeant dans les conseils des sociétés du SBF 250.
Centralité	Centralité du conseil d'administration : centralité de degré (CD), de proximité (CP) et d'intermédiarité (CI).

Variables de contrôle

TAILLE	Logarithme de la capitalisation boursière annuelle moyenne
SECTEUR	10 secteurs d'activités
AGE	Age du dirigeant
A. 2002	Variable binaire codée 1 si l'année est 2002, 0 sinon
A. 2003	Variable binaire codée 1 si l'année est 2003, 0 sinon
A. 2004	Variable binaire codée 1 si l'année est 2004, 0 sinon
A. 2005	Variable binaire codée 1 si l'année est 2005, 0 sinon

5.5 La spécification des modèles d'analyse

Le modèle de base qui guide cette recherche se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{REM-INCIT}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ & + \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_5 \text{centralité du conseil} + \beta_6 \text{performanc} \\ & + \beta_7 \text{structure du capital} + \beta_8 \text{risque} + \beta_9 \text{âge du dirigeant} \\ & + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned}$$

Avec :

La variable expliquée « REM-INCIT » mesure l'intensité de la rémunération incitative octroyée au premier dirigeant de l'entreprise. Elle est calculée comme suit :

$$\text{REM-INCIT} = \frac{\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des options et des actions octroyées}_{it}}{\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des options et des actions octroyées}_{it} + \text{rémunération fixe}_{it}}$$

α : la constante de la régression de l'année t

ε_{it} : le résidu du modèle

Tableau 6 : Ratio REM-INCIT selon le secteur d'activité sur la période 2002-2005.

	N	Moyenne en %	Ecart type en %	Médiane en %	Max en %
Industries	105	51,4	28,7	57,4	95
Biens de consommation	63	46,3	29,8	53,6	91
Sociétés financières ⁽¹⁾	75	51,9	31,1	52,7	96
Logiciels et services informatiques	39	41,5	30,5	39,5	98
Electronique et équipements électriques	40	45,1	27,7	46,3	90
Médias et publicité	36	47,5	28,3	51,9	95
Equipements et services de santé	33	28,2	22,6	22,5	83
Distribution généraliste et spécialisée	11	21,9	28,3	11,8	95
Services aux collectivités - Transport industriel	34	31,2	28,7	23,1	87
Voyages et loisirs	17	33,2	28,8	30,1	86
Total	453	44,5	29,9	43,7	98

Ps : le minimum est égal à 0 pour l'ensemble des secteurs d'activité. Autrement dit, pour chaque secteur et pour la période 2002 à 2005 au moins un principal dirigeant de l'échantillon n'a pas reçu de rémunération incitative.

⁽¹⁾ Assurances, banques et services financiers.

La part moyenne (médiane) de la variable REM-INCIT du premier dirigeant de l'ensemble des sociétés de l'échantillon (181 sociétés) sur la période de l'étude 2002-2005 s'élève à 44,5% (43,7%). Le secteur financier enregistre la moyenne la plus élevée par rapport aux autres secteurs, soit 51,9%. Le secteur des industries affiche une moyenne proche de celle du secteur financier (51,4%) mais une médiane plus importante (57,4%). À l'opposé, le secteur de la distribution présente un ratio REM-INCIT moyen (médian) relativement faible, soit 21,9% (11,8%). Autrement dit, la rémunération incitative attribuée à la moitié des dirigeants des entreprises de ce secteur représente moins de 11,8% de la rémunération globale.

L'hypothèse nulle d'égalité des moyennes est rejetée ($F= 4,309$ et $P = 0,000$). Par conséquent, les moyennes du ratio REM-INCIT diffèrent de façon significative pour certains secteurs d'activité par rapport à d'autres. Le test Bonferroni confirme la significativité statistique de cette différence pour chacun des deux secteurs tour à tour. Les différences significatives au seuil de 5% sont reportées dans le tableau suivant :

Tableau 7 : Test Bonferroni de comparaisons multiples - variable dépendante : Ratio rémunération incitative sur rémunération globale du premier dirigeant.

Différence* (Secteur i (moins) secteur j)	Différence de moyennes (i-j) en %	Intervalle de confiance à 95% pour la moyenne (Bonferroni)
Industries – Services aux collectivités et transport industriel	20,15**	(1,4 ; 38,9)
Industries - Equipements et services de santé	23,16*	(4,1 ; 41,1)
Industries – Distribution	29,5***	(-0,5 ; 59,6)
Sociétés financières - Services aux collectivités et transport industriel	20,6**	(1,0 ; 40,3)
Sociétés financières - Equipements. et services de santé	23,6*	(3,89 ; 43,5)
Sociétés financières – Distribution	30***	(-0,6 ; 60,7)

*, **, *** indiquent que la différence de moyenne est respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.
Les différences non significatives ne sont pas reportées dans ce tableau.

Le test de Bonferroni confirme la significativité de la différence des moyennes pour chaque couple de secteurs et montre que celle observée entre le secteur financier et celui de la distribution est la plus élevée par rapport aux quatre autres différences significatives.

En conclusion, l'examen de la distribution des moyennes du ratio REM-INCIT révèle que le secteur d'activité influence la structure de la rémunération du premier dirigeant. Par conséquent, l'inclusion de la variable de contrôle « secteur d'activité » dans les modèles d'analyse paraît nécessaire pour tester avec davantage de précision les hypothèses de cette recherche.

5.6 L'analyse des résultats des régressions multivariées

Les trois modèles d'estimation sont différenciés par la mesure de centralité du conseil. Ces modèles affichent une constante non significative montrant la difficulté d'établir une relation linéaire entre la variable dépendante et les variables explicatives. En revanche, certains résultats méritent d'être soulignés.

Premièrement, concernant la centralité du conseil, il ressort que seule la centralité de proximité influence positivement le ratio REM-INCIT du premier dirigeant (Hypothèse confirmée). En effet, lorsque la centralité de proximité augmente de 0,1%, ce ratio augmente de 1,3%. Le remplacement (ou l'ajout) de la variable « centralité de proximité » par la variable « cumul des mandats » dans le modèle n'améliore pas le pouvoir significatif de ce dernier puisque le coefficient de cette variable est doté d'un signe positif mais non significatif (Hypothèse infirmée).

En ce qui concerne les variables permettant d'appréhender l'intensité du contrôle du conseil d'administration, il apparaît que la taille du conseil et la présence d'administrateurs indépendants influencent positivement la part de la rémunération incitative des dirigeants, alors que la structure moniste du conseil a une influence positive mais non significative sur le ratio REM-INCIT. En outre, les groupes à capital dispersé et les groupes à capital contrôlé au seuil de 20% par le premier actionnaire proposent des ratios REM-INCIT statistiquement indifférents.

Par ailleurs, les modèles affichent une très faible influence positive et non significative de la performance financière et boursière de l'entreprise sur le ratio REM-INCIT.

Enfin, les variables de contrôle comme la taille de l'entreprise, l'âge du dirigeant et le risque spécifique de l'entreprise sont significatives. La variable « risque » est dotée d'un signe négatif. Cette relation est contradictoire avec la théorie qui présume une relation positive entre le niveau du risque et la part de la rémunération incitative du dirigeant. La variable « âge » quant à elle affiche également un signe négatif. Autrement dit, l'ampleur de la rémunération

incitative décroît avec l'âge du dirigeant. Le tableau 9 (voir annexe 3) présente les résultats des régressions multivariées sur le ratio REM-INCIT selon les trois mesures de centralité.

5.7 Les spécifications alternatives

La variable REM-INCIT mesure l'ampleur du bonus annuel et des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants. Or, dans les entreprises qui attribuent des stock-options, rares sont les dirigeants qui reçoivent des options chaque année. De plus, nous avons constaté que certains dirigeants n'ont pas reçu de bonus annuel ou que leurs stock-options ont une valeur nulle au moment de l'évaluation. Par conséquent, le ratio REM-INCIT devient instable dans le temps. Pour mieux estimer nos modèles, nous avons divisé le ratio REM-INCIT en deux parties : la part incitative liée à l'attribution du bonus annuel (REM-BONUS) et la part incitative attachée à l'attribution des stock-options et aux actions gratuites (REM-OPTIONS). Les modèles estimant ces deux ratios se présentent comme suit :

$$\begin{aligned} \text{REM-OPTIONS}_{it} &= \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ &+ \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} \\ &+ \beta_8 \text{risque} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it}(a) \\ \\ \text{REM-BONUS}_{it} &= \alpha + \beta_1 \text{taille de l'entreprise} + \beta_2 \text{taille du conseil} + \beta_3 \text{structure du conseil} \\ &+ \beta_4 \text{indépendance du conseil} + \beta_6 \text{structure du capital} + \beta_7 \text{centralité du conseil} \\ &+ \beta_8 \text{risque} + \sum_{a=2002}^{a=2005} \beta_a \text{année} + \sum_{s=1}^{s=10} \beta_s \text{secteur d'activité} + \varepsilon_{it}(b) \end{aligned}$$

5.7.1 Le poids des stock-options

La variable expliquée REM-OPTIONS mesure l'ampleur de la rémunération incitative en options et actions gratuites. Elle est déterminée comme suit :

$$\text{REM-OPTIONS}_{it} = \frac{\text{valeur des options et des actions gratuites octroyées}_{it}}{\text{bonus annuel}_{it} + \text{valeur des options et des actions octroyées}_{it} + \text{rémunération fixe}_{it}}$$

La part des stock-options, ci-après REM-OPTIONS, correspond à la valeur des stock-options attribuées au dirigeant au cours de l'année n rapportée à la rémunération globale de ce dernier. Sur la période de l'étude, seulement 29,4% (213 attributions sur 724 théoriques) des dirigeants des sociétés du SBF 250 ont obtenu des stock-options. Le tableau 12 met en évidence le volume des options attribuées aux dirigeants sur la période allant de 2002 à 2005.

Tableau 12 : Volume des stock-options attribuées aux dirigeants du SBF 250

Indice	N	Nombre Moyen des options	Ecart type En nombre	Centiles		
				25	Médiane	75
SBF 250	213	146 182	202 670	29 000	80 000	160 000

N : nombre des attributions de stock-options.

Le nombre des stock-options attribuées aux dirigeants varie entre 3500 et 1 200 000 options. La publication de la valeur des stock-options attribuées aux dirigeants n'était pas obligatoire avant l'entrée en vigueur de la norme IFRS 2 concernant la comptabilisation en charges de la juste valeur des instruments de paiement en actions dont les stock-options. Nous avons évalué les stock-options à la date du 30 juin 2006 à l'aide de la formule Black et Scholes (1973). Le choix de cette date est arbitraire et correspond à l'achèvement de la collecte des données nécessaires à cette évaluation. À cette date 189 attributions ont une valeur potentielle positive. Le ratio REM-OPTIONS moyen s'élève à 57,77%. Le tableau 13 donne les principales statistiques du ratio REM-OPTIONS.

Tableau 13 : Poids des stock-options dans la rémunération globale des dirigeants

Indice	N	Ratio REM- OPTIONS moyen	Ecart type	Centiles		
				25	Médiane	75
SBF 250	189	57,77%	23,49%	35,42%	56,94%	71,95%

N : nombre des attributions d'options ayant une valeur potentielle positive.

Le modèle REM-OPTIONS a été estimé sur les observations ayant une valeur positive des stock-options attribuées sur la période allant de 2002 à 2005. Ce modèle affiche un R^2 ajusté faible (18,2%) et une valeur du F de Fisher acceptable (9,818, $p = 0,000$) attestant que le modèle est robuste et globalement significatif. La qualité d'ajustement peut être considérée comme satisfaisante. Le test de Durbin-Watson affiche une valeur proche de 2 ($D-W = 1,862$) et montre l'absence de problème d'autocorrélation des termes d'erreur du modèle.

Il ressort de ce modèle que la part des stock-options est fortement influencée par la structure du capital. En effet, les dirigeants des sociétés à capital dispersé ont un ratio REM-OPTIONS plus élevé de 10,3% que celui des dirigeants des sociétés à capital contrôlé. Nous constatons également un effet temporel important puisque ce ratio a baissé significativement en 2005 (-15,3%) et en 2004 (-10%) par rapport à 2002. En ce qui concerne l'impact du secteur d'activité, il apparaît que, par rapport au secteur des industries, seul le secteur de « biens de consommation » a un ratio REM-OPTIONS plus faible (-12,06%).

5.7.2 Le poids du bonus annuel

La part du bonus annuel, ci-après REM-BONUS, correspond au bonus annuel divisé par la rémunération globale du dirigeant. Il varie entre 0 et 100%. Les dirigeants qui n'ont pas obtenu de bonus sur la période représentent 10,1% des observations disponibles. Le tableau 14 présente les principales statistiques descriptives.

Tableau 14 : Part du bonus annuel dans la rémunération globale des dirigeants

Indice	N	Ratio moyen	Ecart type	Centiles		
				25	Médiane	75
SBF 250	424	26,55%	20,28%	11,69%	23,42%	37,24%

Le modèle estimant le ratio « REM-BONUS » a un pouvoir explicatif faible (R^2 ajusté égal à 12,5%). Néanmoins, ce modèle révèle que la part du bonus annuel est influencée par la centralité de proximité du conseil. En effet, pour chaque augmentation de 0,1% de l'indice de centralité, le ratio du bonus annuel progresse de 1,5%. Le pourcentage d'administrateurs indépendants a un impact négatif et significatif sur le ratio REM-BONUS. Ainsi, lorsque ce pourcentage augmente de 10%, le ratio baisse de 0,96%. En outre, une association positive entre le risque spécifique de l'entreprise et la part du bonus annuel a été identifiée. Enfin, les variables mesurant la taille de l'entreprise, la performance de l'entreprise, la structure du capital et l'âge du dirigeant n'ont aucun effet significatif sur le ratio REM-BONUS. Le tableau 15 (voir annexe 4) présente les résultats de la régression multivariées sur le ratio REM-BONUS.

CONCLUSION

Les liens humains entre conseils des sociétés du SBF 250 forment un réseau composé d'une dizaine de composantes dont la principale rassemble la quasi-totalité des groupes du SBF 120. Le réseau des liens entre conseils permet de calculer trois mesures de centralité. La centralité de degré appréhendée par le nombre des liens directs observés divisé par le nombre des liens directs théoriques d'un conseil, la centralité de proximité qui mesure la proximité du conseil d'administration par rapport à l'ensemble des autres conseils et la centralité d'intermédiation qui mesure la capacité d'un conseil à être sur le chemin de longueur minimale qui relie d'autres conseils. L'étude révèle que la part de la rémunération incitative du premier dirigeant est positivement influencée par la centralité de proximité. En effet, une augmentation de 1%

de ce ratio engendre une progression de 1,3% de la part de la rémunération incitative du premier dirigeant. Lorsque la part de la rémunération incitative est divisée en deux composantes : la part incitative liée à l'attribution des stock-options au cours de l'année et la part incitative liée à l'attribution du bonus annuel, nous constatons que seule la part du bonus annuel est influencée positivement par la centralité de proximité. Selon l'analyse de Maati (2006), la construction aléatoire du réseau des liens entre les conseils des sociétés du CAC 40 permet d'obtenir la même structure des liens observés entre les conseils de ces sociétés. Ce résultat sous-entend que les liens interconseils sont créés sans qu'il existe au préalable des stratégies individuelles ou collectives. D'ailleurs, la densité des liens des sociétés du CAC 40 sur la période 1997-2006 est relativement stable (Maati 2006 ; Agardi et Alcouffe 2007 ; Dardour 2008). Cependant, lorsqu'il s'agit des rémunérations, il apparaît que les liens de proximité entre conseils favorisent la progression de la part incitative de la rémunération du premier dirigeant, alors que cette dernière a un effet modéré voire inexistant sur la performance des entreprises. Nous sommes conscient de l'ambiguïté de la relation entre la centralité du conseil et la rémunération incitative des dirigeants. Mais, il existe un phénomène de mimétisme des pratiques de détermination de la rémunération incitative à cause des liens de proximité entre les conseils d'administration. Ce résultat est d'autant plus robuste que l'intensité des liens est minimisée par l'absence de prise en compte des liens non réciproques entre conseils. En effet, Alcouffe et Alcouffe (1998) révèlent que certains mandataires représentent leur groupe dans d'autres conseils, alors qu'ils ne siègent pas dans le conseil d'administration de leur entreprise.

La centralité de degré n'a pas d'influence sur la part de la rémunération incitative parce que les liens directs sont essentiellement détenus par les entreprises du CAC 40 dont la part de la rémunération incitative est statistiquement peu variable d'une entreprise à l'autre.

Enfin, l'influence des liens humains sur la part de la rémunération incitative peut être étudiée par d'autres formes de relations que celles des conseils d'administration ou des comités des rémunérations. L'étude des liens entre les cabinets de conseil en rémunération et les entreprises représente une piste sérieuse pour mieux comprendre les pratiques des entreprises en la matière. La possibilité de telles études est tributaire de l'accessibilité des chercheurs à ces informations qui restent à ce jour confidentielles.

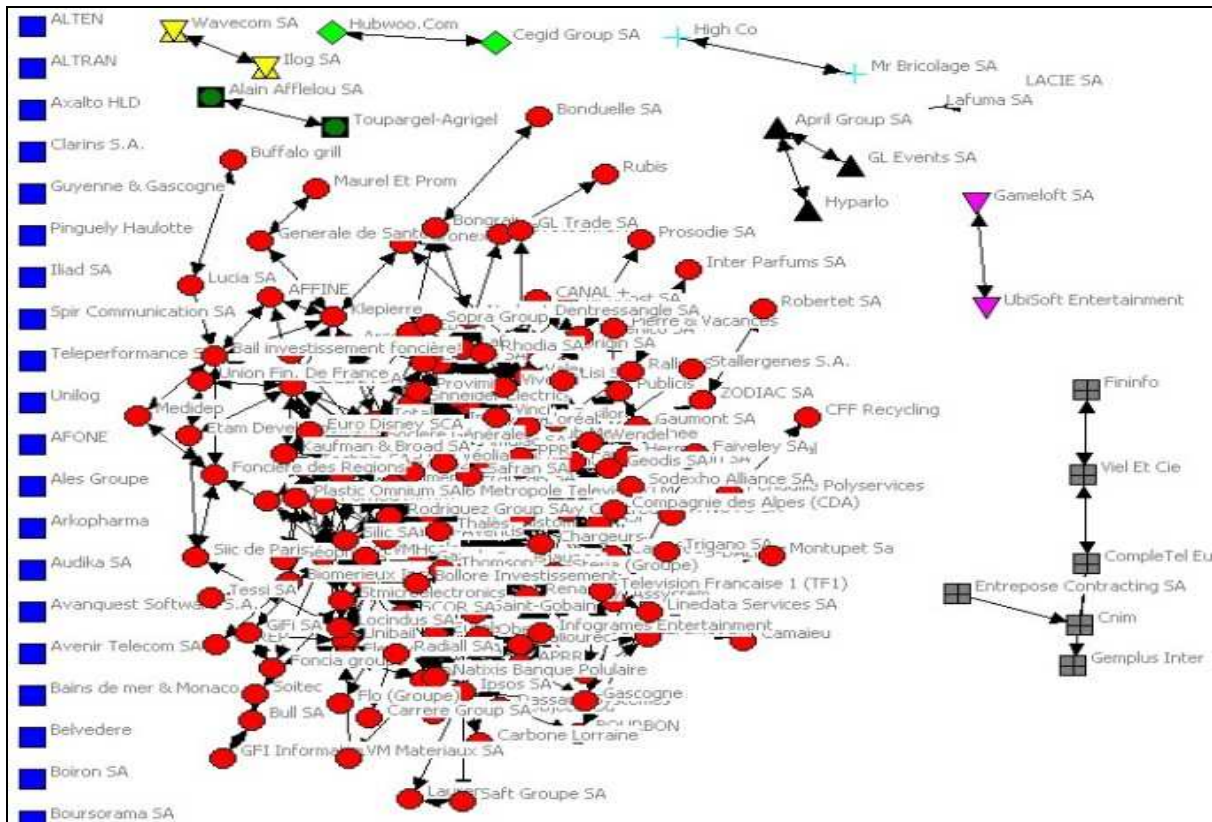
Références bibliographiques

- Agardi D., Alcouffe A. (2007) "Le gouvernement d'entreprise et les réseaux d'administrateurs", Colloque LEFI : Analyse(s) et transformation(s) de la firme : confrontation entre économistes, gestionnaires et juristes, Lyon, Jeudi 22 novembre.
- Alcouffe A., Alcouffe C. (1998) "Contrôle, performances et rémunération des dirigeants", Communication à l'Ecole de Printemps en Economie et Gestion, organisée par l'Ecole Polytechnique, l'Ecole des Mines, l'ESSEC, l'INRA et le LEI, à l'ESSEC, les 25 et 26 mai 1998, Actes du colloque.
- Black F., Scholes M. (1973) "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, pp. 637-659.
- Booth J. R., Deli D. N. (1996) "Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs", *Journal of Financial Economics* 40, pp. 81-104.
- Borgatti S. P., Everett M. G., Freeman L. C. (2002) *UCINET for Windows: Software for social Network Analysis*, Analytic Technologies, Harvard.
- Burt R. S. (1983), *Corporate Profits and Cooptation*, New York: Academic Press.
- Chaabeni S. (2003) *Les PDG français et leur rôle dans le gouvernement d'entreprise*, Doctorat en sciences économiques, Université des Sciences Sociales Toulouse 1.
- Chabi S., Maati J. (2006) "The Small World of the CAC 40", *Banque et Marchés*, 82, pp. 41-53.
- Charreaux G. (2003) "Les réseaux d'administrateurs et des dirigeants", *Banque et Marchés*, septembre-octobre, n°266, pp. 59-63.
- Core J., Holthausen R., Larker D. (1999) "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 371-406.
- Dardour A. (2008) "La rémunération du premier dirigeant des sociétés du SBF 250", 29^{ème} colloque de l'Association Francophone de Comptabilité à l'ESSEC, Cergy Pontoise les 28 et 29 mai 2008, Actes du colloque.
- Dimaggio P., Powel W. (1983) "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", *American Journal of Sociology*, 48 (2), pp. 147-160.
- Fich E. M., White L. J. (2003) "Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?" *Journal of Corporate Finance*, 11 (2), pp. 175-195.
- Freeman L. C. (1979) "Centrality in Social Networks: I. Conceptual Clarification", *Social Networks*, 1, pp. 215-239.
- Geletkanycz M. A., Boyd B. K., Finkelstein S. (2001) "The strategic value of CEO external directorate networks: Implications for CEO compensation", *Strategic Management Journal*, 22, pp. 889-898.
- Hallock K. F. (1997) "Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(3), pp. 331-344.
- Jensen M., Meckling W. H. (1976) "Theory of the firm and managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Kadushin C. (1995) "Friendship among the French Financial Elite", *American Sociological Review* 60 (2), pp. 202-221.
- Kaplan S. N., Reishus D. (1990) "Outside Directorship and Corporate Performance", *Journal of Financial Economics*, 27 (2), pp. 389-411.
- Maati J. (2006) "Les administrateurs européens du FTS Eurofirst 100 constituent-ils un Petit Monde ? ", Actes du colloque International de l'AFFI.
- Maati J. Riestch C. (2007) "Les liens humains entre administrateurs de sociétés : une analyse du réseau des compagnies d'assurance en France en 1881",
- MEDEF (2002) "En finir avec les contraintes inutiles imposées par la loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001 dans le fonctionnement des sociétés commerciales", *DAJ - Mai*.
- Milgram S. (1967) "The small world problem", *Psychology Today*, 2, pp. 60-67.

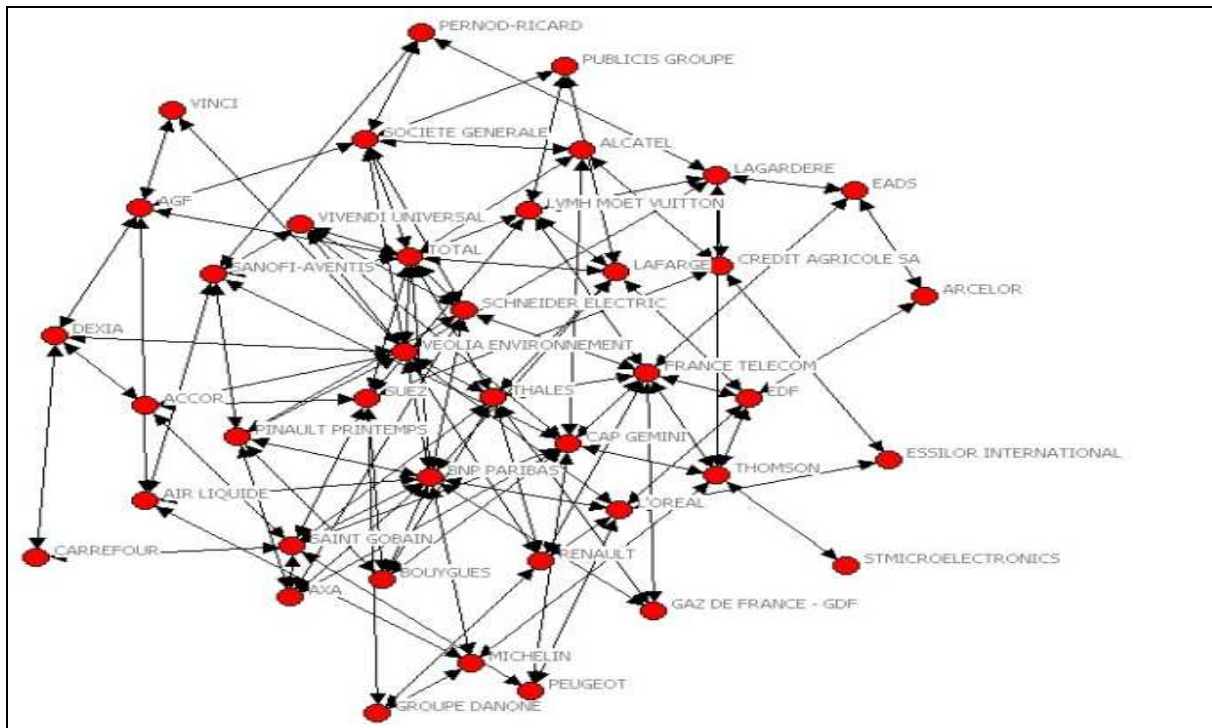
- Mintz B., Schwartz M. (1981b) "The Structure of Intercorporate Unity in American Business", *Social Problems*, 29, pp. 87-103.
- Morin F., Rigamonti E. (2002) "Evolution et structure de l'actionnariat en France", *Revue française de gestion*, 141, pp. 155-181.
- Newman M., Strogatz S., Watts D. (2001) "Random graphs with arbitrary degree distribution and their applications", *Physical Review*, 64, pp. 1-18.
- Viénot M. (1995) "Le conseil d'administration des sociétés cotées dit Rapport Viénot I", AFEP – MEDEF.
- Viénot M. (1999) "Rapport du comité pour le gouvernement des entreprises dit Rapport Viénot II", AFEP – MEDEF.
- Wasserman S., Faust K. (1994) *Social Network Analysis: Methods and Applications*, Cambridge University Press.
- Yeo H. J., Pochet C., Alcouffe A. (2003) "CEO Reciprocal Interlocks in French Corporations", *Journal of Management and Governance*, 7, pp. 87-108.

ANNEXES

Annexe 1



Graphique 2 : Réseau des liens entre conseils des sociétés du SBF 250 au 31/12/2005



Graphique 2.1 : Réseaux des liens entre conseils des sociétés du CAC 40 au 31/12/2006

Annexe 2

Tableau 8 : Sociétés du SBF 250 avec plus de 8 connexions en 2005

Sociétés	Indice	Connexions	Appariements
Crédit Agricole	CAC 40	8	8
Club Méditerranée	SBF 120	9	9
Faurecia	SBF 120	9	9
Gecinia	SBF 120	9	9
Alcatel	CAC 40	10	10
Ciments Français	SBF 120	10	9
EDF	CAC 40	10	9
France Télécom	CAC 40	11	8
Société Générale	CAC 40	11	9
Danone	CAC 40	12	9
Imerys	SBF 120	12	9
Areva	SBF 120	13	10
Havas	SBF 120	14	9
Alstom	SBF 120	15	13
AGF	CAC 40	16	11
Air France-KLM	SBF 120	16	15
Air Liquide	CAC 40	16	13
Bouygues	CAC 40	18	18
Fimalac	SBF 120	18	16
Lagardère	CAC 40	18	16
Eurazeo	SBF 120	19	19
Cap Gemini	CAC 40	21	16
Cnp Assurances	SBF 120	21	18
Axa	CAC 40	22	18
Accor	CAC 40	26	21
Casino Guichard P.	SBF 120	26	17
BNP Paribas	CAC 40	27	21
Total	27	417	349

Annexe 3

Tableau 9 : Régressions multivariées sur la part de la rémunération incitative selon les mesures de la centralité du conseil sur la période 2002-2005

Variables	Signes	REM-INCIT		REM-INCIT		REM-INCIT	
		Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)	Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+/-	13,113	2,410 (0,017)**				
Centralité de degré (en nombre)	+/-			338,4	0,967 (0,334)		
Centralité d'intermédiarité (%)	+/-					-2,480	-1,177 (0,265)
Constante	+/-	-0,706	-0,042 (0,966)	4,96	0,234 (0,776)	-1,126	-0,075 (0,940)
Capital dispersé	+/-	0,395	0,118 (0,906)	1,39	0,404 (0,687)	0,098	0,0298 (0,977)
Conseil moniste (PDG)	+	4,215	1,382 (0,168)	3,7	1,182 (0,238)	4,073	1,326 (0,186)
Pourcentage des AI	?	0,319	4,525 (0,000)*	0,03	4,923 (0,000)*	0,352	5,044 (0,000)*
Taille du conseil	+	1,452	3,651 (0,000)*	1,4	3,293 (0,001)*	1,651	3,967 (0,000)*
TSR	+	0,062	1,274 (0,241)	0,07	1,45 (0,148)	0,065	1,333 (0,184)
Market to book value	+	-0,091	-0,091 (0,928)	-0,610	-0,620 (0,535)	-0,739	-0,749 (0,454)
ROA	+	0,344	1,174 (0,241)	0,417	1,404 (0,161)	0,369	1,253 (0,211)
Taille (capitalisation boursière)	+	3,702	2,917 (0,004)*	4,116	3,181 (0,002)*	4,667	3,7742 (0,000)*
RISQUE	+	-0,945	-1,888 (0,060)***	-1,182	-2,317 (0,021)**	-1,054	-2,101 (0,037)**
Age du dirigeant	+	-0,817	-4,256 (0,000)	-0,788	-4,076 (0,00)*	-0,823	-4,228 (0,000)*
A. 2003	+/-	2,182	0,438 (0,662)	2,163	0,43 (0,667)	2,478	0,493 (0,622)
A. 2004	+/-	3,506	0,757 (0,450)	3,174	0,68 (0,497)	3,508	0,751 (0,453)
A. 2005	+/-	-0,209	-0,046 (0,964)	-0,713	-0,154 (0,877)	-0,250	-0,054 (0,957)
R ² Aj.			40,4%		39,4%		39,5%
F.			10,518		10,143		10,167
P.			(0,000)		(0,000)		(0,000)
D-W			1,703		1,703		1,718
N			323		323		323

La variable dépendante représente la part de la rémunération incitative du premier dirigeant sur la période 2002-2005.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Les coefficients des variables « secteur d'activité » ne sont pas reportés.

Annexe 4

Tableau 15 : Régression multivariées sur le ratio REM-BONUS

Variables	Signes	REM-BONUS	
		Coeff.	t (P)
Centralité de proximité (%)	+ /-	15,174	4,068 (0,000)*
Constante	+ /-	11,41	2,892 (0,004)*
Pourcentage des AI		-0,096	-2,137 (0,033)**
RISQUE	+	0,093	1,764 (0,095)***
Capital dispersé	+/-	ns	
Conseil moniste (PDG)	+ /-	ns	
Taille du conseil	+	ns	
ROA	+	ns	
Taille (capitalisation boursière)	+	ns	
Médias et publicité		16,16	4,473 (0,000)*
Électronique et équipement électrique		16,6	4,159 (0,000)*
Voyages et loisirs		-9,678	-2,062 (0,04)*
Logiciels et services informatiques		8,927	2,518 (0,012)**
Age du dirigeant	+	ns	
A. 2003	+ /-	ns	
A. 2004	+ /-	ns	
A. 2005	+ /-	ns	
R ² Aj.			12,5%
F.			8,971
P.			(0,000)
D-W			1,65
N			336

La variable dépendante représente le ratio REM-BONUS du premier dirigeant sur la période 2002-2005.

*, **, *** désignent une probabilité critique inférieure à 1%, 5% et 10%, respectivement.

Seuls les coefficients des variables « secteur d'activité » significatifs sont reportés.