

Les déterminants de l'existence et de l'indépendance managériale des comités de rémunération et de sélection en France

Charles PIOT*

École Supérieure de Commerce de Montpellier

Classification JEL : G380, M120

Correspondance :

Groupe Sup de Co Montpellier, 2300 avenue des Moulins

34185 Montpellier Cedex 4

Tél. : +33 (0)4 67 10 28 02 ; Fax : +33 (0)4 67 45 13 56

Email : cpiot@supco-montpellier.fr

Résumé : Cette étude aborde, dans le cadre français, les déterminants de l'existence et de l'indépendance managériale des comités de rémunération et de sélection des administrateurs et mandataires sociaux. Les hypothèses relèvent du cadre théorique de l'agence, dans lequel l'opportunisme managérial justifie la mise en œuvre de mécanismes disciplinaires efficaces. L'échantillon est composé des groupes industriels et commerciaux du SBF 120, sur la période 1999-2001. Les analyses logistiques suggèrent que l'existence des comités de rémunération répond effectivement à une demande d'encadrement de la relation d'agence actionnaires-dirigeants, alors que ce facteur n'a qu'un effet très marginal au niveau des comités de sélection. Par ailleurs, l'actionnariat managérial n'explique pas le fait que ces deux types de comités soient exempts de cadres dirigeants.

Mots clés : comité de rémunération – comité de sélection – théorie de l'agence – gouvernance.

Abstract : This paper investigates the determinants of the existence and managerial independence of remuneration and nominating board committees in the French context. Our hypotheses rely on the agency theory framework, in which managers' opportunism justifies the implementation of effective monitoring devices. The sample comprises non-financial companies of the SBF 120 index, over the 1999-2001 period. Logistic analyses suggest that the existence of remuneration committees results from monitoring needs induced by the shareholder-manager agency relationship, whereas this is far less the case with respect to nominating committees. Furthermore, managers' ownership does not explain the fact that both types of committee exclude top managers.

Key words : compensation/remuneration committee – nominating committee – agency theory – corporate governance.

* Je remercie l'Alliance de recherche « Gouvernance, juricomptabilité et création de valeur », financée par l'Initiative sur la Nouvelle Économie du Conseil de recherches en sciences humaines (CRSH) du Canada, ainsi que la Chaire de Gouvernance et Juricomptabilité d'HEC Montréal, pour leur soutien financier.

Depuis maintenant une dizaine d'années, des groupes de travail (Viénot, Bouton) se penchent sur les manières de promouvoir une « bonne gouvernance » dans les sociétés françaises qui font appel public à l'épargne. Le fonctionnement du conseil d'administration, et notamment de ses fonctions de surveillance, figure logiquement au centre des préoccupations. Sur un plan purement juridique, le droit des sociétés se borne à envisager la possibilité que le conseil s'organise en sous-comités spécialisés. En l'espèce, le décret n° 67-236 du 23 mars 1967, pris en application de la loi sur les sociétés commerciales du 24 juillet 1966, autorise la mise en place de comités sous tutelle directe du conseil d'administration (art. 90) ou de surveillance (art. 115), sans qu'il y ait un quelconque transfert des responsabilités légales du conseil dans son ensemble. En d'autres termes, les comités spécialisés ont un rôle consultatif et accomplissent leur mission sous l'entière responsabilité du conseil d'administration ou de surveillance. Le décret n'aborde pas les questions du rôle et des missions de ces comités. Ces aspects font l'objet de recommandations qui, de fait, laissent une certaine latitude aux entreprises quant à l'opportunité de s'y conformer. À l'instar des pratiques anglo-saxonnes, les rapports publiés (Viénot 1, 1995 ; Viénot 2, 1999 ; Bouton, 2002) mettent l'accent sur le rôle névralgique du conseil d'administration et recommandent la formation de comités spécialisés dans trois domaines clés de la fonction de surveillance : l'audit, la rémunération et la sélection des administrateurs et mandataires sociaux.

La mise en place de comités d'audit efficaces s'inscrit avant tout dans une problématique de qualité du processus de validation de l'information financière. Ce phénomène fait l'objet d'une bonne couverture empirique en France (Saada, 1998 ; Thiéry-Dubuisson, 2002 ; Piot, 2004). Les comités de rémunération et/ou de sélection – qui souvent ne font qu'un – visent à améliorer le dispositif incitatif de rémunération des dirigeants et, éventuellement, à prévenir les stratégies d'enracinement *via* le contrôle du processus de nomination des administrateurs. Les travaux qui s'intéressent à leurs déterminants et, donc, à leur positionnement par rapport au système de gouvernance, sont actuellement peu nombreux. Le premier rapport Viénot, publié en juillet 1995, définit globalement la mission de ces deux organes.

Le comité de sélection, selon ce rapport, aurait la charge de faire des propositions au conseil après avoir examiné de manière circonstanciée tous les éléments qu'il doit prendre en compte dans sa délibéra-

tion : équilibre souhaitable de la composition du conseil au vu de la composition et de l'évolution de l'actionnariat de la société, notamment nombre souhaitable des administrateurs indépendants, représentation éventuelle d'intérêts catégoriels, recherche et appréciation des candidats possibles, opportunité des renouvellements de mandats, ... Le rapport recommande que le « comité de sélection » ait pour mission expresse d'être à tout moment en situation de proposer au conseil des solutions de succession en cas de vacance imprévisible, même si celles-ci doivent demeurer confidentielles (p. 16). La plupart des conseils sont déjà dotés d'un comité des rémunérations, chargé de proposer la rémunération des mandataires sociaux ainsi que parfois les plans de souscriptions ou d'achat d'actions (p. 18).

Le second rapport Viénot (juillet 1999) complète certains des points soulevés quatre ans plus tôt. Dans sa troisième partie, il recommande des seuils minimaux d'indépendance¹, et précise qu'il est naturel que le président de la société fasse partie du comité de sélection à titre consultatif (pour la mise au point du plan de succession des mandataires sociaux), mais qu'il n'est toutefois pas opportun qu'il préside ce comité (p. 22). Quant au rapport Bouton (septembre 2002), il confirme l'observation pratique selon laquelle « [...] *le Comité des rémunérations et le Comité des nominations peuvent ne faire qu'un dans certaines sociétés* (p. 6) ». Il précise les missions du comité de rémunération, à savoir émettre des recommandations sur : (1) la politique de rémunération des dirigeants (notamment sa partie variable), (2) les plans d'attribution de *stock options* et (3) la rétribution des administrateurs. Il confirme, en outre, que le comité de rémunération « *ne doit comporter aucun mandataire social et doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants* (p. 13) », et précise le statut et la mission du comité de sélection (ou nomination) :

Le Conseil d'administration devrait toujours comporter un Comité des nominations, qui peut être ou non distinct du Comité des rémunérations et auquel est associé le Président en exercice. Ce Comité joue un rôle essentiel pour l'avenir de l'entreprise puisqu'il est en charge de la préparation de la composition future des instances dirigeantes. Le rôle de ce Comité a été bien défini dans les Rapports Viénot. Il convient notamment d'insister sur l'importance de sa mission en matière de plan

¹ Les administrateurs indépendants devraient constituer au moins le tiers des membres du comité de sélection, ainsi que la majorité des membres du comité de rémunération (p. 17-18).

de succession des mandataires sociaux et en ce qui concerne la sélection des nouveaux administrateurs (p. 17).

À la lumière de ce contexte incitatif et du rôle de surveillance que devraient assurer ces comités spécialisés pour une saine gouvernance, cette étude s'intéresse aux déterminants des comités de rémunération et de sélection dans une optique disciplinaire. Son objectif est de tester la relation entre ces comités et l'opportunisme managérial qui caractérise la firme. Une double approche est retenue pour cela :

- celle de l'existence, ou non, de ces comités spécialisés ;
- celle de leur composition, appréciée en termes de dissociation managériale.

Cette approche déterministe en deux temps offre l'avantage de dépasser le cadre de la simple existence des comités spécialisés – qui peut dans certains cas revêtir un caractère purement formel –, pour s'intéresser de plus près à la capacité de ces comités à encadrer effectivement les latitudes managériales au profit des parties prenantes de la firme. Le second volet pose le problème de l'influence managériale dans les organes de gouvernance, le postulat sous-jacent à une telle approche étant qu'un comité dont la composition exclut les cadres dirigeants de l'entreprise – qualifié de comité « dissocié » – sera plus à même d'exercer sa fonction de surveillance qu'un comité où siège le chef de l'exécutif et/ou ses collaborateurs². Plus largement, cette contribution à la recherche des déterminants des comités de rémunération et de sélection apportera un éclairage sur le rôle et la capacité de ces organes à contribuer effectivement à la « bonne gouvernance » des sociétés cotées.

L'article comporte trois sections ainsi qu'une conclusion. La section 1 développe le cadre théorique et les hypothèses, relatives à l'impact des facteurs d'opportunisme managérial sur ces comités spécialisés. La section 2 est consacrée aux aspects méthodologiques de l'étude, et la section 3 aux résultats empiriques.

² La direction étant généralement assurée collégialement, sont considérés comme « dirigeants », « cadres dirigeants », ou « membres de la haute direction », les individus qui prennent part au processus managérial de la firme : P-DG, directeur général, DG délégués, membres du directoire ou de la gérance, membres du comité exécutif le cas échéant. Il est en effet possible que le P-DG ne siège pas en personne sur un comité mais décide de s'y faire représenter par un de ses DG. Il est alors fort probable que ce dernier défendra les intérêts de son mandant.

1. Cadre théorique et hypothèses

La présente étude considère les déterminants de l'existence et de la dissociation managériale des comités spécialisés dans un paradigme contractuel. Ce paradigme postule un équilibre optimal dans le processus contractuel de la firme, équilibre nécessaire à la survie et à la prospérité de l'organisation (Fama et Jensen, 1983). La fonction de surveillance, qui s'exerce notamment à travers le conseil d'administration, permet alors de préserver cet équilibre contractuel en limitant les comportements opportunistes de ceux qui ont en charge la gestion de l'entreprise. De tels comportements peuvent en effet entraîner des détournements de richesse importants aux dépens des autres *stakeholders*. Dans ce contexte disciplinaire, la présence de comités de surveillance efficaces est alors dédiée à la prévention des comportements managériaux opportunistes.

La définition et le contrôle des politiques de rémunération constituent un élément clé du dispositif d'encadrement des latitudes managériales. La mise en place d'un comité de rémunération au sein du conseil d'administration marque alors le pas vers une première prise de conscience en faveur de ce mécanisme de gouvernance. Au Royaume-Uni, Conyon et Peck (1998) trouvent qu'une telle présence renforce la relation entre rémunération des dirigeants et performance de la firme. L'indépendance de ce comité constitue ensuite un gage d'efficacité de son rôle de surveillance : la non-indépendance d'un comité de rémunération équivaut en effet à ce que le dirigeant rédige et signe lui-même son contrat de travail (Williamson, 1985). Les études de Newman et Mozes (1999) et de Vafeas (2003), aux États-Unis, montrent que la qualité de la relation entre rémunération du CEO et performance de la firme diminue lorsque le comité de rémunération comporte des cadres supérieurs (*insiders*).

Par ailleurs, le processus de nomination des administrateurs est souvent dominé par un dirigeant tout puissant, qui sélectionne des individus sous son influence afin de contenir le pouvoir disciplinaire du conseil dans son ensemble (Jensen, 1993). Shivdasani et Yermack (1999) tendent à conforter l'importance du comité de sélection en tant que rempart à l'hégémonie des dirigeants : la présence du CEO au comité de sélection, ou l'absence de comité de sélection, ont un impact négatif sur l'indépendance du conseil d'administration et, surtout, favorisent la présence d'administrateurs « gris », susceptibles d'être en

conflits d'intérêts, dans ce conseil³. Poursuivant leur analyse, Shivdasani et Yermack trouvent que les firmes dont le CEO prend part au processus de sélection affichent une performance anormale négative lors de l'annonce de la nomination d'un administrateur indépendant ; cette même performance étant sensiblement positive pour les firmes qui disposent d'un comité de sélection dissocié du CEO.

La théorie positive de l'agence et, en particulier, le cadre des relations actionnaires-dirigeants, est généralement mobilisée pour expliquer la nature et l'efficacité des mécanismes de gouvernance en place⁴. La séparation entre les personnes mandatées pour gérer l'entreprise et celles qui disposent d'un droit sur les bénéfices réalisés induit, en effet, un coût d'agence directement lié à l'opportunisme des mandataires. Plus l'actionnariat des dirigeants est faible, plus ces derniers vont être tentés de détourner une partie des richesses de l'entreprise à leur propre compte (rémunérations excessives, avantages personnels abusifs, etc.) car ils n'en supporteront pas les coûts résiduels en tant qu'actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Dès lors, afin de renforcer la surveillance managériale, la propension à mettre en place des comités spécialisés efficaces et indépendants des dirigeants devrait croître lorsque l'actionnariat de ces derniers diminue. Deux études empiriques, américaines, corroborent cette relation concernant les comités de rémunération ou de sélection. Vafeas (1999) constate que l'actionnariat interne affecte négativement la présence d'un comité de sélection et, positivement, le fait que ce comité comprenne des *insiders*. Newman (2000) constate, pour sa part, une relation positive entre la présence d'*insiders* au comité de rémunération et l'actionnariat des dirigeants. Dans cette optique disciplinaire, il est postulé dans une première hypo-

³ Les administrateurs « gris » sont ceux qui, sans faire partie de l'équipe dirigeante, ne peuvent pas être considérés comme véritablement indépendants des détenteurs du pouvoir exécutif : famille ou proches, relations d'affaires (clients, fournisseurs, avocats, conseillers, banquiers, etc.), actionnaires importants.

⁴ Les conflits actionnaires-créanciers ne sont pas considérés dans cette étude. En effet, si l'endettement suscite une demande de surveillance au bénéfice des créanciers, il est peu probable qu'une telle demande puisse être satisfaite par le biais des comités de rémunération et de sélection car le champ d'intervention de ces comités coïncide peu avec les préoccupations des créanciers. Piot (2004) montre que la présence de comités d'audit est plus probable quand le risque des créanciers s'accroît. Les créanciers pourraient également se montrer davantage intéressés par la constitution de comités stratégiques ou d'investissement, destinés à encadrer les choix d'investissement des dirigeants et, par conséquent, susceptibles de rassurer les prêteurs sur les risques économiques pris par l'entreprise.

thèse que l'actionnariat managérial et le recours à des comités de surveillance efficaces constituent des mécanismes de gouvernance substitutifs.

Hypothèse 1 : L'existence d'un comité de rémunération et/ou de sélection, ainsi que la dissociation managériale de ce comité, sont négativement corrélées à l'actionnariat des dirigeants, *ceteris paribus*.

Les opportunités de croissance affectent le processus contractuel de l'entreprise et génèrent une demande de surveillance managériale (Watts et Zimmerman, 1990 ; Anderson et *al.*, 1993). Dans les firmes à fort potentiel de croissance, il est difficile pour les actionnaires et les administrateurs externes d'apprécier les décisions d'investissement prises par les dirigeants car ils ne disposent pas des connaissances spécifiques de ces derniers (Smith et Watts, 1992). L'asymétrie d'information qui en découle est alors susceptible d'accroître le coût du financement des sociétés (Gaver et Gaver, 1993). L'encadrement des décisions stratégiques par le conseil d'administration ou par ses comités permettrait alors de rétablir l'équilibre, avec une incidence sur les questions de rémunération des cadres dirigeants et, éventuellement, sur le processus de sélection des mandataires sociaux.

La rémunération incitative des dirigeants constitue un élément clé du dispositif d'encadrement des divergences d'intérêts entre gestionnaires et propriétaires. Dans la mesure où l'opportunisme managérial est *a priori* plus marqué dans les firmes à fort potentiel de croissance, la mise en place d'un comité de rémunération efficace devrait offrir une meilleure surveillance de la politique d'octroi des *boni* et des *stocks options* aux cadres supérieurs. En revanche, dans de telles firmes, le besoin de connaissances spécifiques fait que le processus de sélection et de remplacement des dirigeants et administrateurs s'opère davantage selon des critères de compétence et d'expertise des postulants. Bathala et Rao (1995) montrent notamment que la composition du conseil d'administration est sensible aux opportunités de croissance de la firme et trouvent une relation négative entre l'indépendance du conseil et l'ampleur de ces opportunités. La présence d'un comité de sélection, et plus encore le fait qu'il soit dissocié de la direction, apparaît alors comme un mécanisme de gouvernance moins pertinent dans les entreprises à fortes opportunités de croissance. En somme, les effets contraires que peuvent engendrer les opportunités de croissance – demande de surveillance managériale d'une part, besoin de compétences

spécifiques internes d'autre part – devraient avoir pour conséquence de neutraliser l'impact directionnel de ce facteur sur l'existence et sur la dissociation managériale des comités de sélection. L'hypothèse 2 est donc déclinée différemment selon la nature du comité spécialisé.

Hypothèse 2a : L'existence d'un comité de rémunération et la dissociation managériale de ce comité sont positivement corrélées aux opportunités de croissance, *ceteris paribus*.

Hypothèse 2b : L'existence d'un comité de sélection et la dissociation managériale de ce comité ne sont pas corrélées aux opportunités de croissance, *ceteris paribus*.

2. Aspects méthodologiques

2.1. Description de l'échantillon

À l'instar de la plupart des travaux empiriques réalisés sur les comités de surveillance (Thiéry-Dubuisson, 2002 ; Pochet et Yeoh, 2004 ; Godard et Schatt, 2004), l'analyse présentée porte sur les grandes sociétés cotées, en l'espèce les firmes de l'indice SBF 120. Ce critère de sélection fait que l'échantillon retenu sur-représente les grands groupes, lesquels ont davantage tendance à se conformer aux recommandations sur la gouvernance et à instaurer des comités de surveillance (Thiéry-Dubuisson, 2002 ; Piot, 2004). Ce choix répond néanmoins à une contrainte d'accès à l'information, qui devient moins disponible au-delà de ce seuil et, surtout, moins précise quant à la présence et à la composition des organes de gouvernance, rendant ainsi les coûts de collecte supérieurs à l'apport marginal des données recueillies. En outre, les grandes organisations, en raison de leur poids économique et de leur forte visibilité au sens large (médiatique, politique et institutionnelle), suscitent un intérêt spécifique pour les questions de gouvernance.

Par conséquent, les firmes ciblées sont les groupes industriels ou commerciaux⁵ de droit français entrant dans la composition de l'indice SBF 120 fin 2002 (ou ayant figuré au moins une fois dans cet indice sur la période 1998-2002), pour lesquels au moins un rapport annuel a

⁵ Outre la présentation particulière des états financiers, les sociétés financières, d'assurance ou d'investissement obéissent à des règles spécifiques en matière de gouvernance.

pu être consulté pour les exercices 1999 à 2001, et dont les données financières consolidées correspondantes figurent dans la base de données DIANE. Ces critères permettent d'établir un échantillon de base pluriannuel de 102 firmes sur la période 1999-2001, donnant ainsi à l'analyse une perspective longitudinale intéressante entre le second rapport Viénot (juillet 1999) et le rapport Bouton (septembre 2002). Le tableau 1 présente les distributions des comités de rémunération et de sélection identifiés à la lecture des rapports annuels ou documents de référence disponibles.

Tableau 1 – Distribution annuelle et globale des comités de rémunération et de sélection

Critères observés	1999 <i>N</i> = 92	2000 <i>N</i> = 97	2001 <i>N</i> = 94	Total <i>N</i> = 283
Nombre (%) de firmes avec un comité de rémunération *	56 (60,9)	64 (66,0)	68 (72,3)	188 (66,4)
Nombre (%) de comités de rémunération excluant les dirigeants ^a	33 (64,7)	41 (69,5)	46 (70,8)	120 (68,6)
Nombre (%) de firmes avec un comité de sélection / nomination *	31 (33,7)	36 (37,1)	36 (38,3)	103 (36,4)
Nombre (%) de comités de sélection excluant les dirigeants ^b	14 (50,0)	19 (55,9)	22 (64,7)	55 (57,3)
* Dont nombre (%) de firmes avec un comité mixte ^c	24 (80,0)	27 (77,1)	29 (80,6)	80 (79,2)

^a Les proportions sont calculées sur la base de 51, 59 et 65 observations pour les années 1999, 2000 et 2001 respectivement (entre 3 et 5 entreprises, selon l'année, ne fournissent pas d'information sur la composition du comité de rémunération).

^b Les proportions sont calculées sur la base de 28 observations, pour 1999, et 34 observations pour 2000 et 2001.

^c Les proportions sont calculées sur la base des firmes disposant des deux comités (rémunération et sélection), qu'ils soient sous forme distincte ou mixte, soit 30, 35 et 36 observations pour 1999, 2000 et 2001 respectivement.

La présence des comités spécialisés est loin d'être généralisée sur la période étudiée : les deux-tiers des firmes déclarent avoir formé un comité de rémunération et un peu plus d'un tiers un comité de sélection. Même si la présence de ces comités augmente sur les trois années – la proportion de firmes avec un comité de rémunération (sélection) passe de 60,9 % à 72,3 % (33,7 % à 38,3 %) –, le taux d'existence des comités de sélection reste deux fois inférieur à celui des comités de rémunération⁶. Cette réticence traduit un trait culturel français de la

⁶ Notons que 80 % des entreprises qui délèguent l'examen des questions de rémunération et de sélection le font à un comité unique, conformément aux constatations des rapports Viénot 2 et Bouton.

gouvernance : l'emprise des dirigeants sur la détermination de leur succession et sur la nomination des membres du conseil d'administration. Ces chiffres sont cohérents avec l'étude de Pochet et Yeo (2004, tableau 1, p. 41), qui rapporte l'existence d'un comité de rémunération (sélection) dans 66 % (30 %) des cas pour l'année 2000 sur un échantillon équivalent. La création des deux types de comités de surveillance semble également se poursuivre en 2002, possiblement sous l'effet du rapport Bouton. Sur 89 entreprises, Godard et Schatt (2004, tableau 2, p. 19) indiquent des taux de présence de 86 % (61 %) pour les comités de rémunération (sélection), comités mixtes inclus.

Le tableau 1 indique également une tendance à plus d'indépendance des comités de rémunération et de sélection – indépendance ici caractérisée par l'absence de membres de la haute direction. Sur la période, la proportion d'organes sans dirigeants passe de 64,7 % à 70,8 %, pour les comités de rémunération, et de 50 % à 64,7 % pour les comités de sélection. Fin 2001, des cadres dirigeants demeurent donc présents sur globalement un tiers des comités, ce qui amène deux commentaires en rapport au contexte institutionnel. Premièrement, le regard des dirigeants sur la politique de rémunération semble persister sur la période considérée : cette résistance explique peut-être le fait que le rapport Bouton les écarte explicitement du comité de rémunération. Deuxièmement, la présence managériale en proportion quasi-équivalente dans les comités de sélection fin 2001 – présence non contre-indiquée par les différents rapports sur la gouvernance – amène le doute sur la portée véritable des recommandations émises.

2.2. *Choix et définition des variables*

Le tableau 2 présente l'ensemble des variables avec leur définition précise. À l'exception du ratio de capitalisation des actifs (MBVA), toutes les informations ont été codées manuellement à partir des rapports annuels ou des documents de référence publiés par les sociétés.

2.2.1. *Les variables d'intérêt*

Les variables d'intérêt sont liées au test des deux hypothèses de l'étude. Elles visent à caractériser le degré d'opportunisme managérial auquel est exposée la firme. L'actionnariat des cadres dirigeants (Managers) constitue le premier indicateur du niveau de divergence d'intérêt qui peut exister entre les gestionnaires et les actionnaires. Au

sens de l'hypothèse 1, il est anticipé une relation négative entre les variables dépendantes et l'actionnariat des dirigeants. Le ratio de capitalisation des actifs (MBVA) est, quant à lui, l'indicateur le plus usité pour mesurer l'étendue des opportunités d'investissement de la firme (Kallapur et Trombley, 2001). Plus cet indicateur est important, plus le marché accorde une valorisation élevée aux perspectives de croissance de la firme, et plus la nécessité d'encadrer et de superviser le système de rémunération des cadres dirigeants est grande. Autrement dit, au sens de l'hypothèse 2a, il devrait exister une relation positive entre l'existence d'un comité de rémunération, ou sa dissociation managériale, et le ratio MBVA.

Tableau 2 – Définition des variables

Variables	Définition
<i>Variables dépendantes</i>	
ComRem	Variable binaire codée 1 si la firme dispose d'un comité de rémunération (y compris les comités mixtes), et 0 sinon.
ComRemND	Variable binaire codée 1 si le comité de rémunération exclut les dirigeants, et 0 sinon.
ComSel	Variable binaire codée 1 si la firme dispose d'un comité de sélection (y compris les comités mixtes), et 0 sinon.
ComSelND	Variable binaire codée 1 si le comité de sélection exclut les dirigeants, et 0 sinon.
<i>Variables d'intérêt</i>	
Managers (Hyp 1)	Pourcentage du capital détenu, directement ou indirectement, par la haute direction.
MBVA (Hyp 2)	Ratio de capitalisation du total de l'actif (<i>Market-to-Book Value of Assets</i>), calculé comme suit : (actif – capitaux propres groupe + nombre d'actions existantes * cours moyen plus haut / plus bas de l'exercice) / actif [<i>d'après DIANE</i>].
<i>Variables de contrôle</i>	
ActCont	Variable binaire codée 1 si la firme est contrôlée par un actionnaire (personne physique ou morale détenant plus de 50% des droits de vote directement ou indirectement), et 0 sinon.
TailleCA	Nombre d'administrateurs ou conseillers de surveillance.
Dual	Variable binaire codée 1 si la firme est sous forme duale (Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance ou Société en Commandite par Actions), et 0 sinon.
AdmInd	Proportion d'administrateurs « indépendants » ⁽¹⁾ au conseil d'administration ou de surveillance.
InstBloc	Variable binaire codée 1 si un ou plusieurs investisseurs institutionnels nominativement identifiés détiennent, individuellement ou conjointement, au moins 5% du capital, et 0 sinon
CotUSA	Variable binaire codée 1 si les actions de la firme sont cotées sur un marché financier américain (NYSE, NASDAQ ou AMEX), et 0 sinon.

⁽¹⁾ Le rapport Bouton indique (p. 9) qu'« un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». Sur la question du lien d'actionnariat, non abordée en détail dans les rapports Viénot, le rapport Bouton (p. 10) prend la position suivante : « S'agissant des administrateurs représentant des actionnaires importants de la société ou de sa société mère, le groupe de travail propose de les considérer comme indépendants dès lors qu'ils ne participent pas au contrôle de la société. Au-delà d'un seuil de 10% en capital ou en droits de vote, il convient que le Conseil, sur rapport du Comité des nominations, s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel ». Compte tenu des informations disponibles dans les documents annuels publiés, les administrateurs classés comme indépendants répondent aux critères suivants : (1) Ils ne font pas partie de la haute direction (directeurs généraux ou membres du directoire, membres du comité exécutif, etc.) et ne portent pas le patronyme d'un membre de la haute direction (présomption de liens familiaux). (2) Ils n'occupent pas non plus de fonctions exécutives dans une société du groupe, ainsi que dans la société mère le cas échéant. (3) Ils ne sont pas, ou ne représentent pas, un actionnaire important de la société (d'après le seuil de 10% du capital ou des droits de vote).

2.2.2. *Les variables de contrôle*

Les variables de contrôle sont relatives à la présence et à l'efficacité d'autres mécanismes de surveillance managériale d'une part, et aux facteurs institutionnels susceptibles d'inciter la firme à se conformer aux principes de « bonne gouvernance », d'autre part.

L'efficacité du conseil d'administration en tant que mécanisme de surveillance

Le conseil d'administration constitue l'organe névralgique d'encadrement des latitudes managériales. L'équilibre contractuel optimal suppose alors des effets de substitution ou de complémentarité entre l'efficacité de cet organe et la mise en place d'autres mécanismes de surveillance. L'efficacité présumée du conseil peut s'apprécier par diverses caractéristiques.

Le contrôle exclusif d'un actionnaire majoritaire. Dans les sociétés dites contrôlées, la fonction de surveillance du conseil d'administration se retrouve atrophiée, voir inexistante, dans la mesure où l'actionnaire majoritaire dicte la composition du conseil, nomme directement le dirigeant et détermine les modalités de sa rémunération (Charreaux, 1991). Il est alors fort probable, dans cette optique substitutive, que la mise en place de comités spécialisés ne soit pas une préoccupation première.

La taille du conseil d'administration. Selon Jensen (1993), les grands conseils d'administration sont moins aptes à discipliner correctement les dirigeants en raison de la difficulté d'obtenir un consensus sur les décisions importantes. Ils sont alors plus enclins à s'organiser en comités restreints, afin de compenser la lourdeur du processus de réunion et d'optimiser leur efficacité décisionnelle sur des points spécifiques (Bradbury, 1990).

La séparation des fonctions de président du conseil et de chef de l'exécutif. Le cumul de ces deux fonctions permettrait d'atrophier la fonction de surveillance du conseil en facilitant la cooptation d'administrateurs affiliés avec les dirigeants (Jensen, 1993). Dans une recherche d'équilibre, la présence de comités spécialisés suffisamment indépendants pourrait alors compenser la forte influence qu'exercent, en France, les dirigeants sur leur conseil d'administration. Les formes de sociétés dites « duales » offrent la possibilité de séparer officiellement les fonctions de chef de l'exécutif et de président du conseil. Dans ce cas, la gestion quotidienne de la firme incombe à un directoire

(pour une Société Anonyme) ou à une gérance (pour une Société en Commandite par Actions), et la surveillance managériale relève d'un conseil de surveillance dans lequel ne peuvent siéger les membres du directoire ou les gérants. S'il existe des effets de substitution entre mécanismes de surveillance, la propension à former des comités spécialisés devrait être moindre dans les firmes duales. Ce facteur de dualité n'est pas pris en compte pour l'étude de la dissociation managériale des comités⁷.

L'indépendance du conseil d'administration. La conception anglo-saxonne de la gouvernance consacre une complémentarité assez marquée entre l'indépendance du conseil d'administration et la formation de comités spécialisés efficaces. Les administrateurs indépendants, s'ils sont suffisamment représentés, ont alors tendance à œuvrer en faveur de la création de comités spécialisés afin d'y siéger et de réduire l'asymétrie informationnelle qui les sépare de leurs homologues internes (Collier, 1993)⁸. Cette conception est toutefois conditionnelle à certaines caractéristiques que l'environnement français ne présente pas nécessairement. Le marché des administrateurs indépendants semble tout d'abord peu développé en France, en raison de nombreuses participations et mandats croisés (Thiéry-Dubuisson, 2002)⁹. Ensuite, contrairement aux États-Unis, la mise en cause de la responsabilité d'un groupe d'administrateurs par les investisseurs est contraire au principe de collégialité qui régit le fonctionnement du conseil d'administration. Le fait que le conseil soit *dans son ensemble* responsable de la surveillance managériale tend à diluer les responsabilités

⁷ Les comités spécialisés étant nécessairement composés d'administrateurs ou conseillers de surveillance, leur dissociation managériale dans le cas des sociétés à conseil de surveillance est en principe systématique. Deux observations de notre échantillon peuvent être considérées comme des cas particuliers qui contreviennent à ce principe, et pour 2001 uniquement. Il s'agit du Groupe Steria SCA (le gérant de la SCA, également président d'honneur du conseil d'administration de Steria SA, préside le comité de rémunération de cette dernière) et de Sagem (le président du conseil de surveillance siège aux comités de rémunération et de sélection et est, par ailleurs, P-DG de Sagem International).

⁸ Une telle relation s'illustre notamment entre l'indépendance du conseil d'administration et la présence, ou l'indépendance, d'un comité d'audit dans les firmes américaines (Pincus et al., 1989 ; Menon et Williams, 1994). Cette complémentarité est également dopée par une relation de cause à effet mécanique entre la présence d'administrateurs indépendants au conseil et la possibilité d'instituer des comités spécialisés suffisamment indépendants (Bradbury, 1990).

⁹ Le rapport Viénot 2 note cependant une tendance au décroisement des participations entre les grandes firmes.

individuelles et, par conséquent, à déresponsabiliser les administrateurs indépendants. Il est donc difficile d'anticiper le sens de la relation – si relation il y a – entre l'existence et la dissociation managériale des comités spécialisés et le degré d'indépendance du conseil d'administration.

Les facteurs institutionnels

La présence d'investisseurs institutionnels. Les investisseurs institutionnels sont généralement des parties prenantes actives dans le processus d'élaboration des recommandations sur le rôle du conseil d'administration. Ils ont des exigences élevées sur la qualité du conseil et sont susceptibles de promouvoir la mise en place de comités spécialisés conformément aux principes de gouvernance reconnus. Dès lors, la présence significative d'un ou plusieurs investisseurs institutionnels dans le capital de la firme devrait s'accompagner de pressions en faveur de l'application des recommandations en matière de « bonne gouvernance ».

La pression des marchés financiers américains. Le fait qu'une firme française soit cotée sur un marché financier américain va de paire avec une plus forte exposition aux pressions des investisseurs locaux (institutionnels notamment) et aux exigences des autorités de marché. En l'espèce, la SEC a imposé dès 1992 la divulgation annuelle des sommes perçues par le CEO et les quatre autres individus les mieux rémunérés, accompagnée du rapport d'un comité sur les modalités de la politique de rémunération des cadres dirigeants (Vafeas, 2003). Shivdasani et Yermack (1999) notent, de leur côté, une tendance des firmes américaines à écarter le CEO du comité de nomination. L'homologation par la SEC, en novembre 2003, des nouvelles règles de gouvernance vient ajouter une pression réglementaire explicite. Les firmes du NYSE doivent désormais se doter de comités de rémunération et de sélection composés exclusivement d'administrateurs indépendants au sens strict ; celles du Nasdaq doivent, au minimum, soumettre certaines décisions importantes en matière de rémunération ou de nomination au vote des administrateurs indépendants (Tsaganos et al., 2003). Par conséquent, les sociétés françaises cotées aux États-Unis devraient être incitées à adapter leur dispositif de gouvernance aux exigences de cet environnement.

3. Résultats empiriques

3.1. Analyse univariée

Le tableau 3 présente les résultats de tests univariés pour 2001 entre les firmes avec ou sans comité spécialisé, d'une part, et avec ou sans cadres dirigeants dans leur comité, d'autre part. Ces tests portent à la fois sur des comparaisons de moyennes (test de Student) et de distributions (test de Mann-Whitney).

Tableau 3 – Analyse univariée pour l'année 2001

		Il existe un comité de rémunération ?			Il existe un comité de sélection ?			Le comité de rémunération exclut les dirigeants ?			Le comité de sélection exclut les dirigeants ?		
		Oui (N=68)	Non (N=26)	<i>t</i> -stat <i>z</i> -stat/ γ^2 ^a	Oui (N=36)	Non (N=58)	<i>t</i> -stat <i>z</i> -stat/ γ^2 ^a	Oui (N=46)	Non (N=19)	<i>t</i> -stat <i>z</i> -stat/ γ^2 ^a	Oui (N=22)	Non (N=12)	<i>t</i> -stat <i>z</i> -stat/ γ^2 ^a
Managers	-	0,067 0,000	0,365 0,378	-5,25*** -5,32***	0,035 0,000	0,220 0,104	-4,87*** -3,81***	0,082 0,001	0,032 0,000	1,79 1,41	0,048 0,000	0,005 0,000	1,61 1,17
MBVA	+/ ?	1,746 1,386	2,878 2,281	-3,06*** -3,56***	1,670 1,386	2,301 1,687	-2,49** -1,59	1,802 1,329	1,494 1,374	1,51 0,14	1,756 1,369	1,519 1,371	0,71 0,36
TailleCA	+	12,00 12,00	6,27 5,50	7,28*** 5,90***	13,08 14,00	8,76 8,00	5,47*** 5,02***	12,22 12,00	11,00 11,00	1,52 1,28	13,46 14,50	11,83 12,00	1,40 1,55
AdmInd	?	0,464 0,481	0,304 0,310	2,55*** 2,60***	0,491 0,481	0,376 0,414	2,36** 2,20**	0,491 0,500	0,419 0,444	1,42 1,23	0,508 0,497	0,464 0,472	0,59 0,43
ActCont	Oui Non	19 49	16 10	-0,34 9,08***	8 28	27 31	-0,24 5,63**	15 31	4 15	0,12 0,87	7 15	1 11	0,24 2,38
Dual	Oui Non	21 47	8 18	0,00 0,00	9 27	20 38	-0,09 0,94						
InstBloc	Oui Non	31 37	8 18	0,15 1,70	14 22	25 33	-0,04 0,16	21 25	9 10	-0,02 0,02	7 15	7 5	-0,27 2,25
CotUSA	Oui Non	27 41	3 23	0,28 6,87***	15 21	15 43	0,16 2,55*	20 26	7 12	0,07 0,24	10 12	5 7	0,04 0,04

^a Pour les variables continues, les statistiques reportées sont la moyenne et la médiane de chaque sous-groupe, ainsi que les résultats du test paramétrique de Student (*t*-stat, ajustée le cas échéant pour la non homogénéité des variances) et du test non paramétrique de Mann-Whitney (*z*-stat). Pour les variables binaires (ActCont, Dual, InstBloc et CotUSA), sont reportés les tableaux de contingence 2x2 sur la base des effectifs croisés, ainsi que la différence moyenne de proportion pour le « oui » et la statistique du test d'indépendance du Khi-deux. Lorsqu'une des cases du tableau de contingence compte cinq observations ou moins, le seuil de signification du test d'indépendance est indiqué sur la base du test exact de Fisher.

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

L'existence des comités de rémunération et de sélection

Concernant l'existence des comités spécialisés, les différences importantes et très significatives relevées au niveau de l'actionnariat managérial (Managers) vont dans le sens de l'hypothèse 1. En revanche, celles relatives aux opportunités de croissance (MBVA) ressortent contraires aux anticipations, notamment au niveau des comités de rémunération (Hypothèse 2a). Les tests sont plus mitigés pour les comités de sélection ; il convient toutefois de rappeler que l'hypothèse afférente (Hypothèse 2b) n'anticipe pas de relation entre ce facteur d'opportunisme et de tels comités.

Par ailleurs, les firmes ayant mis en place un comité de rémunération et/ou de sélection en 2001 se distinguent sur quatre autres niveaux : (1) la taille de leur conseil d'administration ou de surveillance, (2) l'indépendance de ce dernier, (3) la présence moins fréquente d'un actionnaire majoritaire en droits de vote et (4) une cotation aux États-Unis plus fréquente, notamment pour les comités de rémunération. Ces tests suggèrent donc à la fois des effets de complémentarité et de substitution. La complémentarité concerne l'indépendance du conseil d'administration et la diffusion des comités spécialisés – les administrateurs indépendants représentent en moyenne 46 % (30 %) du conseil pour les firmes avec (sans) comité de rémunération, et 49 % (38 %) pour les firmes avec (sans) comité de sélection. La substitution s'effectue entre la présence d'un actionnaire détenant le contrôle absolu sur la firme et l'instauration de comités spécialisés chez cette dernière.

La dissociation managériale des comités de rémunération et de sélection

Contrairement à l'existence, les caractéristiques des firmes ayant opté pour une dissociation managériale des comités ne sont pas statistiquement différentes de celles qui ont maintenu des cadres dirigeants dans ces comités. Les différences d'actionnariat managérial – qui demeurent globalement non significatives – sont même de signe contraire à l'hypothèse d'agence (Hypothèse 1). Les opportunités de croissance, mesurées par la variable MBVA, sont en moyenne sensiblement supérieures pour les firmes ayant des comités dissociés, mais cela semble provenir de quelques cas extrêmes dans la mesure où les médianes sont quasi-égales entre les sous-échantillons. La forte asymétrie qui caractérise la distribution de MBVA, notamment pour les firmes ayant un comité spécialisé dissocié, suggère qu'il vaut mieux se fier aux tests non paramétriques pour cette variable explicative ; ces derniers ne révèlent aucune différence significative selon la dissociation managériale ou non des comités. Enfin, les différences en termes de taille et d'indépendance du conseil d'administration ne sont pas suffisamment importantes pour apparaître significatives.

Les interdépendances entre les variables explicatives rendent ces commentaires sur une base univariée au mieux suggestifs. Il convient d'opérer une analyse multivariée pour appréhender ces interactions et pour conclure quant à la contribution marginale de chacune des variables à l'existence et à la composition des comités spécialisés.

3.2. Analyse multivariée

Le tableau 4 présente la matrice des corrélations entre les variables explicatives pour l'année 2001. Les relations susceptibles d'affecter le poids des variables d'intérêt ont essentiellement trait à la taille du conseil d'administration : TailleCA est corrélée à -0,444 et -0,395 avec Managers et MBVA respectivement. La stabilité des analyses multivariées sera donc évaluée en retirant TailleCA des modèles (cf. Tests complémentaires).

Tableau 4 – Matrice des corrélations de rangs (Spearman) - 2001

	Managers	MBVA	ActCont	TailleCA	Dual	AdmInd	InstBloc
MBVA	0,363***						
ActCont	0,147	-0,040					
TailleCA	-0,444***	-0,395***	-0,202*				
Dual	0,138	-0,116	0,130	-0,109			
AdmInd	-0,127	-0,244*	-0,118	0,208*	0,339***		
InstBloc	0,002	-0,127	-0,348***	-0,025	-0,082	0,148	
CotUSA	-0,168	-0,076	-0,271**	0,234*	-0,028	0,330**	0,190

Le nombre d'observations est compris entre 95 et 97 selon les paires.

*, ** et *** indiquent une probabilité critique bilatérale inférieure à 5%, 1% et 1‰ respectivement.

Le modèle destiné à tester les hypothèses s'écrit alors sous la forme suivante (les variables sont définies au tableau 2) :

$$\text{Variable dépendante} = \beta_0 + \beta_1 \text{Managers} + \beta_2 \text{MBVA} + \beta_3 \text{ActCont} + \beta_4 \text{TailleCA} + [\beta_5 \text{Dual}]^{10} + \beta_6 \text{AdmInd} + \beta_7 \text{InstBloc} + \beta_8 \text{CotUSA} + \varepsilon$$

Les variables dépendantes étant binaires, la procédure d'estimation logistique (LOGIT) par le maximum de vraisemblance est retenue. Le tableau 5 présente les résultats de ces estimations pour 2001, année la plus récente de l'échantillon, leur stabilité temporelle étant discutée plus loin.

Un premier constat global, au vu notamment des R-deux et des statistiques Khi-deux, est que la qualité des modèles diffère. Les régressions consacrées à l'existence des comités sont de bonne qualité, avec des R-deux de 79 et 46 % pour les comités de rémunération et de sélection.

¹⁰ Cette variable n'est considérée que pour les modèles d'existence des comités spécialisés (variables dépendantes *ComRem* ou *ComSel*).

tion respectivement¹¹. Les régressions portant sur la dissociation managériale des comités sont de qualité moindre, mais tout de même acceptables compte tenu du faible nombre d'observations (l'hypothèse de nullité de l'ensemble des coefficients est rejetée aux seuils de 10 % et 5 % pour les comités de rémunération et de sélection, respectivement).

Tableau 5 – Analyses logistiques multivariées pour 2001

Variables (Signe attendu)	Existence des comités spécialisés		Dissociation managériale des comités spécialisés	
	<i>ComRem</i>	<i>ComSel</i>	<i>ComRemND</i>	<i>ComSelND</i>
Constante	-3,93 (2,88)*	-2,22 (2,06)	-5,24 (6,22)**	-9,39 (3,89)**
Managers	-6,71 (9,64)***	-3,76 (3,61)*	5,70 (2,44)	20,78 (2,29)
H1 (-)				
MBVA	-0,52 (1,99)	-0,15 (0,37)	0,77 (3,61)*	0,50 (0,86)
H2a (+), H2b (?)				
ActCont	-1,49 (2,06)	-0,85 (1,74)	1,18 (2,27)	3,97 (3,75)*
(-)				
TailleCA	0,82 (10,36)***	0,21 (6,87)***	0,22 (4,27)**	0,54 (3,57)*
(+)				
Dual	0,52 (0,23)	-0,49 (0,63)		
(-)				
AdmInd	1,93 (0,80)	2,15 (2,04)	3,24 (3,09)*	3,58 (1,86)
(?)				
InstBloc	0,35 (0,14)	-0,81 (1,72)	0,35 (0,25)	-1,31 (1,48)
(+)				
CotUSA	1,58 (0,90)	-0,26 (0,18)	0,19 (0,08)	0,04 (0,00)
(+)				
Nagelkerke R2	0,787	0,460	0,265	0,535
Khi-deux	74,1***	38,8***	13,4*	16,7**
Bons classements	92,6 %	77,7 %	72,3 %	79,4 %
N	94	94	65	34

Les variables sont définies au tableau 2.

Les éléments reportés sont le coefficient de régression et la statistique de *Wald* associée entre parenthèses.

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

Les coefficients de régression montrent une relation négative très significative entre l'existence d'un comité de rémunération et l'actionnariat managérial (Managers), ainsi qu'un impact positif également très significatif de la taille du conseil d'administration (Taille-CA) à ce niveau. Les problèmes d'agence entre actionnaires et dirigeants semblent donc inciter à la mise en place de comités de rémunération, conformément à l'hypothèse 1, même après contrôle de la com-

¹¹ Les mêmes R-deux (Nagelkerke) sont de 49 et 42 % pour les modèles de Pochet et Yeoh (2004, p. 53), estimés à partir d'une centaine d'entreprises du SBF 120 en 2000.

plexité organisationnelle du conseil d'administration. L'impact de la variable *Managers* n'est que marginalement significatif dans le cas des comités de sélection (comités mixtes inclus), où la taille du conseil d'administration demeure le principal déterminant. L'hypothèse 1 n'est toutefois que partiellement validée au niveau des comités de rémunération puisque, conformément aux tests univariés, l'actionnariat managérial reste sans effets significatifs sur la dissociation managériale de ces comités. On peut donc s'interroger sur leur aptitude réelle à endiguer les rémunérations excessives des dirigeants.

La seconde hypothèse, relative aux opportunités de croissance de la firme, n'est pas corroborée dans son premier volet, celui des comités de rémunération (Hypothèse 2a). Il existe bien un impact positif marginal de la variable *MBVA* sur la propension à exclure les dirigeants du comité de rémunération, mais cet impact ne tient pas lorsque la taille du conseil est retirée du modèle (ces deux variables exogènes sont relativement corrélées, cf. Tableau 4). L'opportunisme managérial associé aux opportunités de croissance ne semble donc pas susciter une demande particulière de surveillance des politiques de rémunération. Des effets de substitution sont alors possibles entre mécanismes disciplinaires. Arthur (2001) explique notamment que les firmes à fortes opportunités de croissance parviennent à réduire leurs coûts d'agence en alignant les intérêts managériaux sur ceux des actionnaires par une forte implication des dirigeants dans le capital. En revanche, au niveau des comités de sélection, les coefficients non significatifs de *MBVA* sont conformes au second volet de l'hypothèse (Hypothèse 2b) à la fois en termes d'existence et de dissociation.

À l'exception de la taille du conseil d'administration, les autres mesures de la capacité de surveillance de cet organe restent sans impact statistique notable sur l'existence et sur la dissociation managériale des comités spécialisés. La taille du conseil (*TailleCA*) ressort comme le déterminant commun aux quatre modèles, avec toutefois un effet plus marginal dans les modèles de dissociation. L'organisation en sous-comités apparaît donc comme un moyen de renforcer l'efficacité des grands conseils d'administration, la mise à l'écart des dirigeants étant également plus probable dans ce cas. En revanche, la complémentarité avec l'indépendance du conseil d'administration – généralement observée dans les travaux anglo-saxons – n'est confirmée ici que par une relation positive au seuil de 10 % entre la propension à écarter les diri-

geants du comité de rémunération et l'indépendance du conseil¹². Cela suggère un rôle *a priori* peu actif des administrateurs indépendants dans le système de gouvernance français, peut-être en raison du statut collégial qui fait du conseil d'administration une entité juridique autonome. Ce principe de collégialité veut que tous les administrateurs aient les mêmes droits et les mêmes devoirs. Il ne doit pas exister d'administrateurs *a priori* suspects, et le conseil d'administration doit être en mesure de prendre une décision collective qu'il devra ensuite assumer solidairement. Le corollaire direct est qu'un administrateur individuel, ou un groupe d'administrateurs (par exemple les administrateurs indépendants ou les membres d'un des comités de surveillance), ne dispose pas des pouvoirs et, donc, ne supporte pas les responsabilités du conseil d'administration dans son ensemble. Cette situation a récemment été invoquée dans l'affaire Rhodia par Thierry Breton – ancien président du comité d'audit du groupe –, lorsque ce dernier a tenté de diluer sa responsabilité avec celle des autres administrateurs en plaidant que le comité d'audit « *n'a aucune existence juridique* »¹³.

3.3. Tests complémentaires

La stabilité temporelle et la sensibilité des coefficients

Les commentaires formulés pour 2001 sont-ils valables pour les années antérieures ? La stabilité temporelle des résultats est testée en répliquant les modèles logistiques pour les années 2000 et 1999. Le tableau 6 propose une synthèse annuelle des variables identifiées comme significatives pour chaque année, faisant également ressortir les éventuelles sensibilités des coefficients lorsque la variable « taille du conseil » (TailleCA) est retirée des estimations.

Cette analyse de sensibilité amène trois séries de commentaires. Premièrement, on relève une grande stabilité temporelle des deux déterminants de l'existence d'un comité de rémunération, à savoir l'actionnariat managérial et la taille du conseil d'administration. Le retrait de TailleCA donne toutefois à la variable MBVA un coefficient négatif très significatif pour les trois années – ce qui est cohérent avec les tests univariés et contraire à l'hypothèse 2a –, et dévoile des effets

¹² Nos résultats sont cohérents avec ceux de Pochet et Yeo (2004), dont les modèles montrent un impact positif mais généralement non significatif du « pourcentage d'administrateurs indépendants » sur l'existence des comités de surveillance en 2000.

¹³ *Les Échos*, n° 19446, 30/06/2005, p. 5.

de substitution marginaux avec la présence d'un actionnaire de contrôle pour 2001 et 1999 (coefficients négatifs de ActCont au seuil de 10 %).

Tableau 6 – Stabilité temporelle et sensibilité des résultats

Variables dépendantes	2001 (94 observations)		2000 (95 observations)		1999 (88 observations)	
	Avec TailleCA	Sans TailleCA	Avec TailleCA	Sans TailleCA	Avec TailleCA	Sans TailleCA
<i>ComRem</i>	Managers (-)*** TailleCA (+)***	Managers (-)*** MBVA (-)*** ActCont (-)*	Managers (-)*** TailleCA (+)***	Managers (-)*** MBVA (-)***	Managers (-)*** TailleCA (+)***	Managers (-)*** MBVA (-)** ActCont (-)* CotUSA (+)*
<i>ComSel</i>	Managers (-)* TailleCA (+)***	Managers (-)** MBVA (-)* ActCont (-)* InstBloc (-)**	MBVA (-)* TailleCA (+)**	Managers (-)** MBVA (-)*** ActCont (-)* InstBloc (-)**	Managers (-)* TailleCA (+)**	Managers (-)** MBVA (-)* ActCont (-)*
<i>ComRemND</i>	MBVA (+)* TailleCA (+)** AdmInd (+)*	AdmInd (+)*	TailleCA (+)** AdmInd (+)***	AdmInd (+)***	MBVA (+)* ActCont (+)** AdmInd (+)**	ActCont (+)* AdmInd (+)**
<i>ComSelND</i>	TailleCA (+)* ActCont (+)*		TailleCA (+)** AdmInd (+)*	AdmInd (+)*	ActCont (+)* AdmInd (+)* InstBloc (-)*	ActCont (+)* AdmInd (+)*

Sont mentionnées uniquement les variables exogènes significatives au seuil statistique de 10% ou inférieur, ainsi que le signe du coefficient de régression.

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

Deuxièmement, il existe également une relative stabilité des déterminants de l'existence d'un comité de sélection : (1) un effet marginal (seuil de 10 %) négatif de l'actionnariat managérial pour 2001 et 1999 et (2) un effet positif de la complexité organisationnelle du conseil d'administration (TailleCA) sur les trois années. Là encore, le retrait de TailleCA entraîne des coefficients négatifs significatifs pour la variable MBVA, tout en suggérant des effets de substitution marginaux avec la présence d'un actionnaire majoritaire. Globalement, sans tenir compte des différences de taille entre les conseils d'administration, les comités spécialisés – qu'ils soient de rémunération ou de sélection – n'apparaissent donc pas comme des mécanismes de gouvernance pertinents pour les firmes à fortes opportunités de croissance ou qui sont sous la tutelle d'un actionnaire majoritaire. Enfin, et troisièmement, la stabilité ressort moindre du côté des facteurs de dissociation managériale des comités spécialisés :

- la relation positive entre dissociation managériale du comité de rémunération et opportunités de croissance (H2a), marginalement corroborée en 1999 et 2001, demeure contingente à la taille du conseil d'administration ;

- l'indépendance du conseil d'administration (AdmInd) semble affecter positivement la dissociation managériale des comités de rémunération sur les trois années ; cette relation apparaît également, avec moins d'intensité, pour la dissociation managériale des comités de sélection en 1999 et 2000. Il est intéressant de noter que, d'une manière générale, la complémentarité entre dissociation managériale des comités spécialisés et indépendance du conseil d'administration s'avère robuste au retrait du facteur « taille du conseil » des modèles.

Le cas des comités mixtes

Un grand nombre d'entreprises délègue les questions de rémunération et de sélection à un même comité spécialisé. Sur la période étudiée, globalement, 43 % (78 %) des observations avec comité de rémunération (de sélection) sont des comités mixtes (cf. Tableau 1). Autrement dit, les entreprises mettent en place, dans la majorité des cas, un comité spécifiquement dédié à la rémunération, alors qu'un tel comportement ne concerne qu'une firme sur cinq pour les questions de nomination des mandataires sociaux. Cela suggère un caractère secondaire de ces questions par rapport aux enjeux de la politique de rémunération. Une confusion est toutefois possible entre les déterminants des deux types de comités.

Pour évaluer cette sensibilité, les modèles 2001 ont été réestimés après élimination des cas de comités mixtes. Le modèle *ComRem* est qualitativement similaire malgré la perte d'une trentaine d'observations ; il reste parfaitement stable au niveau des déterminants précédemment identifiés. Les modèles *ComRemND* et *ComSel* sont globalement non significatifs selon le test du Khi-deux, et l'unique impact significatif relevé est celui de l'indépendance du conseil d'administration sur la dissociation managériale des comités de rémunération¹⁴.

Par ailleurs, une modélisation de la « présence d'un comité mixte » (vs. l'absence de comités) confirme l'impact marginalement négatif de l'actionnariat managérial ($p < 0,10$), ainsi que l'effet positif de la taille du conseil d'administration. Après contrôle des différences de taille entre les conseils d'administration, la constitution d'un comité de rémunération au sens large – c'est-à-dire mixte ou spécifique à la question –

¹⁴ Le modèle *ComSelND* ne peut être estimé car seulement six observations sont disponibles.

semble donc dépendre d'une demande d'encadrement de la relation d'agence actionnaires-dirigeants. En revanche, la mise en place d'un comité de sélection, et plus encore le fait que ce comité se distingue du comité de rémunération, reste étranger à une telle demande de surveillance.

Conclusion

Dans une optique disciplinaire, cet article s'intéresse aux déterminants de l'existence et de la dissociation managériale de deux des comités de surveillance du conseil d'administration : le comité de rémunération et le comité de sélection des administrateurs et des mandataires sociaux. Dans le contexte français de la gouvernance des sociétés cotées – qui tend depuis une dizaine d'années à intégrer les pratiques anglo-saxonnes –, deux hypothèses liées à l'opportunisme managérial ont été testées : (1) le coût de la relation d'agence actionnaires-dirigeants et (2) l'ampleur des opportunités de croissance de la firme. L'échantillon est composé des groupes industriels et commerciaux français de l'indice SBF 120, sur la période 1999-2001.

Les analyses logistiques suggèrent que l'existence de ces comités spécialisés répond négativement à l'actionnariat des dirigeants, ce qui est conforme aux prédictions de la théorie positive de l'agence. Toutefois, le pouvoir explicatif de cette variable d'actionnariat n'est que marginal dans le cas des comités de sélection – voire inexistant si l'on se limite aux comités de sélection constitués séparément des comités de rémunération –, alors qu'il reste très fort dans le cas des comités de rémunération. En outre, l'actionnariat managérial n'affecte pas la probabilité que les cadres dirigeants soient exclus des deux types de comités. Ce dernier point vient, par conséquent, tempérer la capacité des comités spécialisés, notamment de rémunération, à s'afficher en véritables mécanismes disciplinaires.

Par ailleurs, les tests ne permettent pas de corroborer un éventuel impact positif, toutes choses égales par ailleurs, des opportunités de croissance sur l'existence ou sur la dissociation managériale de ces comités. Cela est contraire à l'hypothèse disciplinaire formulée au niveau des comités de rémunération, mais reste conforme aux anticipations dans le cas des comités de sélection. En l'espèce, de fortes opportunités de croissance suscitent probablement un arbitrage dans la com-

position de ces comités, entre des personnalités externes indépendantes capables d'endosser un rôle de surveillance et des compétences spécifiques qui, bien souvent, se retrouvent auprès des *insiders* de l'entreprise.

En résumé, l'existence de comités de rémunération semble affectée par des enjeux disciplinaires et, notamment, par une demande de surveillance managériale dans le cadre de la relation d'agence actionnaires-dirigeants. Ces motivations disciplinaires ressortent moindres au niveau des comités de sélection et ne perdurent pas quand il s'agit d'expliquer le fait que les comités (de rémunération ou de sélection) excluent les dirigeants de l'entreprise. Les résultats de cette étude suggèrent alors deux interprétations par rapport au contexte institutionnel français. Premièrement, et conformément aux positions du rapport Bouton (2002), le besoin d'encadrement sur les questions de rémunération paraît fort, et il semble légitime de refuser aux dirigeants l'accès au comité de rémunération. Deuxièmement, nos modèles montrent que les motivations disciplinaires s'appliquent mal aux comités de sélection, ce qui est en ligne avec la plus grande souplesse des recommandations formulées au regard du processus de nomination des administrateurs et des mandataires sociaux : théories disciplinaires et théories managériales sont ici à considérer conjointement. *In fine*, les comités de rémunération et de sélection ayant un positionnement différent dans le système de gouvernance, il semble pertinent, dans le but de maximiser leur efficacité respective, d'en recommander la création séparée.

Bibliographie

Anderson R.C. et Bizjak J.M. (2003), « An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay », *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, n° 7, p. 1323-1348.

Anderson D., Francis J.R. et Stokes D.J. (1993), « Auditing, Directorship and the Demand for Monitoring », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 12, p. 353-375.

Arthur N. (2001), « Board Composition as the Outcome of an Internal Bargaining Process : Empirical Evidence », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, p. 307-340.

- Bathala C.T. et Rao R.P. (1995), « The Determinants of Board Composition : An Agency Theory Perspective », *Managerial and Decision Economics*, vol. 16, p. 59-69.
- Bouton D. (2002), « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées – Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton », *Document Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) & Association Française des Entreprises Privées (AFEP-AGREF)*, Paris.
- Bradbury M.E. (1990), « The Incentives for Voluntary Audit Committee Formation », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 9, n° 1, p. 19-36.
- Charreaux G. (1991), « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, n° 42, p. 521-552.
- Collier P. (1993), « Factors Affecting the Formation of Audit Committees in Major UK Listed Companies », *Accounting and Business Research*, vol. 23, n° 91A, p. 421-430.
- Conyon M.J. et Peck S.I. (1998), « Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, p. 146-157.
- Fama E.F. et Jensen M.C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 301-325.
- Gaver J.J. et Gaver K.M. (1993), « Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, p. 125-160.
- Godard L. et Schatt A. (2004), « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français : un état des lieux », in *Actes du 25^{ème} congrès de l'Association Francophone de Comptabilité*, Orléans, CD-ROM.
- Jensen M.C., (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-881.
- Jensen M.C. 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.
- Kallapur S. et Trombley M.A. (2001), « The Investment Opportunity Set : Determinants, Consequences and Measurement », *Managerial Finance*, vol. 27, n° 3, p. 3-15.

- Menon K. et Williams J.D. (1994), « The Use of Audit Committee for Monitoring », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 13, p. 121-139.
- Newman H.A. et Mozes H.A. (1999), « Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices ? », *Financial Management*, vol. 28, n° 3, p. 41-53.
- Pincus K., Rusbarsky M. et Wong J. (1989), « Voluntary Formation of Corporate Audit Committees among NASDAQ Firms », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 8, n° 4, p. 239-265.
- Piot C. (2004), « The Existence and Independence of Audit Committees in France », *Accounting and Business Research*, vol. 34, n° 3, p. 223-246.
- Pochet C. et Yeo H. (2004), « Les comités spécialisés des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques ? », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 10, vol. 2, p. 31-54.
- Saada T. (1998), « Les comités d'audit en France : un an après le rapport Viénot », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 3, p. 159-184.
- Shivdasani A. et Yermack D. (1999), « CEO Involvement in the Selection of New Board Members : An Empirical Analysis », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 5, p. 1829-1853.
- Smith C.W. et Watts R.L. (1992), « The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, p. 263-292.
- Thiéry-Dubuisson S. (2002), « Exigences actionnariales et réseaux d'administrateurs : à quoi répond la mise en place des comités d'audit en France ? », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 8, vol. 1, p. 129-150.
- Tsaganos V.B., Bard L.R. et Moore E.J. (2003), « New Era Dawns for Listed Companies : NYSE and Nasdaq Adopt Final Corporate Governance Rules », *Journal of Investment Compliance*, Winter, p. 35-46.
- Vafeas N. (1999), « The Nature of the Board Nominating Committees and their Role in Corporate Governance », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 26, n° 1-2, p. 199-225.
- Vafeas N. (2003), « Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation », *Financial Management*, Summer, p. 53-70.
- Viénot M. (1995), « Le conseil d'administration des sociétés cotées », *Document Association Française des Entreprises Privées (AFEP) & Conseil National du Patronat Français (CNPF)*, juillet, Paris.

Viénot M. (1999), « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc Viénot », *Document Association Française des Entreprises Privées (AFEP) & Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)*, juillet, Paris.

Watts R.L. et Zimmerman J.L. (1990), « Positive Accounting Theory : A Ten Year Perspective », *The Accounting Review*, vol. 65, n° 1, p. 131-156.

Williamson O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism : Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press.