

■ Les dirigeants des grandes entreprises sont-ils trop payés ?

Par **Sofiane Aboura et Antoine Renucci**, maîtres de conférences à l'université Paris-Dauphine, Dauphine Recherche en management

S'il est impossible d'affirmer que les patrons sont trop payés, il est possible de douter du bien-fondé de la structure de leur rémunération.

En 2007, la rémunération médiane des patrons des entreprises du CAC 40 s'est élevée à plus de 6 millions d'euros, en forte augmentation par rapport à l'année 2006. Les grands patrons ont des rémunérations de l'ordre de cent fois supérieures à celles des patrons de PME. Ces rémunérations sont-elles pour autant scandaleuses ?

La séparation, au sein des grandes entreprises contemporaines, entre contrôle (par les dirigeants) et propriété (par les actionnaires) est problématique car dirigeants et actionnaires peuvent avoir des intérêts divergents en matière d'implication ou de choix de projets. Il est donc nécessaire d'imaginer des rémunérations qui incitent les premiers à respecter les intérêts des seconds, d'où l'idée d'aligner la rémunération sur la performance. Dans la pratique pourtant, on constate que la relation entre performance et rémunération est relativement faible. Dans une étude qui a fait date, Jensen et Murphy (1990) montrent ainsi qu'un accroissement de 1 000 \$ de la richesse des actionnaires ne conduit qu'à une augmentation de 3,25 \$ du revenu des dirigeants. Quoi qu'il en soit, la taille et la capitalisation boursière de l'entreprise restent des variables explicatives majeures de la rémunération des grands dirigeants, l'augmentation de ces rémunérations depuis les années 1980 provenant essentiellement de l'accroissement des capitalisations boursières. Ceci pose question.

On explique souvent que les grands dirigeants perçoivent une rémunération qui correspond à leur niveau de responsabilité. On pourrait alors penser que cela explique les écarts de rémunérations entre les patrons du CAC 40 et ceux des PME. Toutefois, le risque pénal concerne les dirigeants quelle que soit la taille de la firme, même si on peut supposer qu'il est plus élevé pour une multinationale que pour une PME. Pour autant, les moyens de défense mis à la disposition du dirigeant de la multinationale réduisent son exposition résiduelle au risque en question. Un écart de rémunération relatif au risque pénal n'est donc pas justifié. Quant au risque de licenciement, il concerne aussi tous les dirigeants et ne devrait donc pas conduire à une rémunération plus élevée pour le dirigeant d'une très grande entreprise. Sauf à considérer que ce n'est pas le risque que l'on rémunère lorsqu'un parachute doré est offert à un dirigeant licencié, mais l'incitation que l'on lui procure à partir au plus vite afin de ne pas pénaliser plus longtemps l'entreprise qui souffre de sa mauvaise gestion.

Les patrons du CAC 40 sont-ils rémunérés pour leur talent ? Si le talent explique la performance et s'il est rare, alors cette rareté a un prix qui soit se refléter dans les salaires. La rareté provient en partie d'un phénomène de biais naturel domestique : on peut imaginer qu'un patron français aura de meilleures compétences pour gérer une firme française. Cela reste à prouver. Qui plus est, ce biais est soigneusement auto-entretenu : les plus hauts dirigeants d'entreprises françaises sont issus de quelques grandes écoles (X, ENA) pour qui ces postes représentent une véritable chasse gardée.

S'il est impossible d'affirmer que les patrons sont trop payés, il est possible de douter du bien-fondé de la structure de leur rémunération. En effet, en fait que la partie variable sous forme de stock-options n'ait cessé

Les grands patrons ont des rémunérations de l'ordre de cent fois supérieures à celles des patrons de PME.

de croître depuis les années 1980 a modifié de manière substantielle le point de vue du dirigeant en matière de prise de risque. Lorsque l'intéressement était sous forme d'actions, le dirigeant était récompensé en cas de hausse du cours boursier et pénalisé en cas de baisse. Une rémunération fortement centrée autour des stock-options le protège au contraire en cas d'échec. Dans cette nouvelle

configuration, le dirigeant est donc fortement incité à sélectionner des projets d'investissements risqués pour atteindre des niveaux de performances toujours plus élevés. Les actionnaires, peuvent s'y retrouver. Les prêteurs voient leur situation menacée. Enfin, ce mode d'incitation privilégie les décisions de court terme (la maturité des contrats d'options est en général courte) aux dépens des décisions stratégiques de long terme.

L'absence d'évaluation relative de la performance des dirigeants semble moins critiquable. Certes, toute variation des résultats d'une période à l'autre n'est pas imputable au dirigeant. Elle dépend également du contexte économique. Dès lors, il pourrait sembler équitable d'aligner la rémunération sur les performances relatives de la firme au sein d'un secteur d'activité et non sur ses performances absolues. Mais un dirigeant aurait alors intérêt à faire en sorte que ses concurrents aient les moins bons résultats possibles. Si ce comportement était partagé (par exemple si chacune des firmes en question avait une politique commerciale trop agressive), les profits de toutes les firmes du secteur concerné diminueraient ! Calibrer la rémunération des dirigeants est donc tout un art. ■