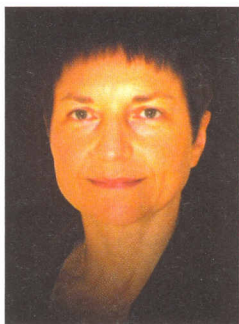


ASSET MANAGEMENT

L'analyse - Rémunération des dirigeants : peut-on parler d'un effet Lake Wobegon ?



Par **Edith Ginglinger**, professeur à l'université Paris-Dauphine

Les obligations de divulgation d'informations relatives aux rémunérations pourraient avoir comme conséquence non désirée l'augmentation continue des rémunérations.

La question de la rémunération des dirigeants fait l'objet d'une attention soutenue : deux rapports ont été rendus publics en juillet 2009 sur ce sujet par l'AMF d'une part, et par une mission parlementaire d'autre part (rapport Houillon). Les deux rapports se penchent sur l'évolution des pratiques en matière de rémunération, le respect des codes de bonne conduite établis, et proposent des aménagements encadrant ces pratiques. Dans un contexte de crise, la rémunération des dirigeants peut apparaître scandaleusement élevée. Selon l'Institut français des administrateurs, la rémunération moyenne des dirigeants de grandes sociétés françaises cotées a progressé de 15 % par an entre 1997 et 2007 alors que celle des salariés a évolué, sur la même période, de 3 % en rythme annuel. Selon le rapport Houillon, la rémunération moyenne des dirigeants, options incluses, a atteint en 2007 3 millions d'euros pour les sociétés appartenant au SBF 120 et 4,7 millions d'euros pour celles du CAC 40. Aux Etats-Unis, la rémunération médiane des dirigeants des sociétés du S&P500 a plus que triplé entre 1992 et 2006, passant, en dollars constants (2006), de 2,6 à 8,2 millions. Un article à paraître dans le *Journal of Financial Economics*, l'une des grandes revues académiques de finance, propose une explication à cette augmentation continue : l'effet Lake Wobegon¹. Lake Wobegon est une ville fictive servant de toile de fond à une émission radiophonique animée par Garrison Keillor, où tous les enfants ont un quotient intellectuel supérieur à la moyenne. Cet effet «supérieur à la moyenne» a été observé dans de nombreuses situations : interrogés sur leurs qualités, les étudiants s'estiment plus populaires, les conducteurs moins dangereux, les professeurs meilleurs pédagogues, et les analystes plus performants que la moyenne de leurs pairs.

De façon similaire, les dirigeants peuvent estimer leurs compétences supérieures à celles des autres dirigeants, et ils ont intérêt à ce que les investisseurs en soient eux-mêmes convaincus. Verser au dirigeant une rémunération supérieure à la moyenne peut contribuer à les convaincre. En effet, si une firme recrute un dirigeant qui a peu d'alternatives sur le marché du travail, et si elle lui propose une rémunération faible, les investisseurs pourraient en conclure que ce dirigeant est peu compétent et sanctionner le cours de l'action. En revanche, s'il reçoit une rémunération de star, les investisseurs peuvent le percevoir comme tel et l'effet sur le marché se révéler positif. L'obligation de rendre publics les détails des rémuné-

rations des dirigeants dans la plupart des pays a rendu la comparaison avec les pairs aisée, et les classements régulièrement établis dans la presse exacerbent les effets de ces comparaisons. C'est aussi la transparence sur les rémunérations qui rend possible l'effet Lake Wobegon, qui pourrait constituer l'une des explications de la fuite en avant des rémunérations. En l'absence d'informations sur les rémunérations, les firmes ne sont pas incitées à accroître les rémunérations pour exercer une influence sur les croyances des investisseurs. Les obligations de divulgation d'informations relatives aux rémunérations, qui ne cessent de croître au fil des années, pourraient avoir comme conséquence non désirée l'augmentation continue des rémunérations.

L'effet Lake Wobegon n'est bien entendu pas la seule explication plausible de la croissance des rémunérations des dirigeants. Une attention croissante est portée aux consultants spécialisés dans le domaine des rémunérations des dirigeants. Kevin Murphy et Tatiana Sandino² montrent que, toutes choses égales par ailleurs (taille, secteur, composition de la rémunération), la rémunération totale des CEO américains est de 20,5 % supérieure dans les entreprises qui ont recours à des consultants, et cet écart se creuse lorsque le nombre de consultants impliqués s'accroît.

Les jetons de présence des administrateurs augmentent parallèlement à l'accroissement de la rémunération des dirigeants.

Enfin, on peut s'interroger sur l'attitude des administrateurs : pourquoi ne réagissent-ils pas plus vigoureusement, afin de limiter la progression des rémunérations ? Une des explications repose sur l'examen des jetons de présence. On constate que, toutes choses égales par ailleurs, ceux-ci augmentent parallèlement à l'accroissement de la rémunération des dirigeants. Les administrateurs auraient ainsi tout intérêt à la dérive des rémunérations. Par ailleurs, plusieurs études récentes soulignent que les pratiques d'attributions opportunistes de stock-options qui prévalaient dans certaines sociétés américaines avant l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley (attribution a posteriori à des dates où le cours de l'action était particulièrement bas) concernaient également les administrateurs.

Accroître la réglementation n'est sans doute pas une solution idéale, car les sociétés s'appliqueront à trouver des alternatives. Il convient probablement de rechercher des manières de mieux lier la rémunération aux performances à long terme des entreprises, en particulier en amenant les dirigeants à conserver leurs actions sur une période longue. ■

1. R. Hayes et S. Schaefer, *CEO pay and the Lake Wobegon effect*. Les auteurs de l'article, à partir d'un modèle de théorie des jeux, établissent les conditions de l'existence d'un tel effet. Ces conditions, quelque peu techniques, semblent néanmoins pouvoir être réunies en pratique.

2. K. Murphy et T. Sandino, 2008, *Executive pay and independent compensation consultants*, disponible sur SSRN.