

# Transparence et évolution des rémunérations de dirigeants en France :

Benchmarking, rattrapage et surveillance externe

Lionel Almeida

Université Paris Ouest Nanterre - La Défense

Chaire FDIR – 16/06/2016

# Hautes rémunérations et financiarisation

- Hausse des inégalités par les hauts revenus en France (Piketty, 1999 ; Landais, 2007)
    - Existence de liens entre la hausse de ces rémunérations et le développement des marchés financiers ?
  - Mutations des formes d'actionariat
    - Stratégies de contrôle plus court-termistes et financières ?
    - Activisme des minoritaires (II) ?
  - Développement des marchés financiers et mise en place de règles de "bonne gouvernance"
    - Transparence des rémunérations des (P-)DG depuis 2001 en France
- ⇒ Effets de la transparence sur l'évolution de ces rémunérations ?

# Détermination des rémunérations et transparence

- Plusieurs théories alternatives pour la détermination des rémunération de dirigeants
  - Marché des dirigeants et concurrence pour le talent managérial
  - Pouvoir managérial et collusion avec les administrateurs
  - Relation d'agence et sensibilité à la performance
- Que révèlent les effets de la transparence sur les forces en jeu dans la détermination des rémunérations ?
  - Nouvelles informations disponibles pour les parties intéressées  
⇒ benchmarking par les administrateurs et le dirigeant, activisme actionnarial, pression de l'opinion publique
  - Quelles parties parviennent à utiliser les nouvelles informations pour ajuster les niveau et structure de rémunérations dans leur intérêt ?

# Sommaire

- 1 Théories de la rémunération des dirigeants
- 2 Effets attendus de la transparence
- 3 Données et statistiques
- 4 Approche empirique
- 5 Résultats
- 6 Conclusion

# Approches théoriques de la rémunération des dirigeants

# Le marché des dirigeants

- Le "talent" managérial
  - Contribution marginale à la valeur de l'entreprise (Rosen, 1990)
  - D'autant plus élevée que le talent est affecté à une entreprise de grande taille

## Le modèle de Gabaix et Landier (2008)

- Appariement du talent selon la taille de l'entreprise
- Concurrence pour le "talent managérial"
- Dont l'intensité est mesurée par la taille d'une firme de référence

⇒ La rémunération est définie selon les seuls critères :

- du talent perçu et la contribution marginale attendue (effet taille)
- la "taille de l'enjeu" (taille de la firme de référence)

# Le pouvoir managérial et le coût de réputation

- Pouvoir d'influence sur les administrateurs et collusions (Bebchuk et Fried, 2004)
  - Le dirigeant a le pouvoir de déterminer sa propre rémunération
- Limité par le coût de réputation ("outrage cost")
  - Coût du scandale (opinion publique, media, salariés)
  - Coût social (réseau social du dirigeant, jugement des pairs)
  - Pression des investisseurs externes et risque de représailles

# La relation d'agence

- Séparation de la propriété et du contrôle (Berle et Means, 1932)
- "Relation d'agence" (Jensen et Meckling, 1976)
  - ⇒ Dirigeants et/ou grands actionnaires au CA (*insiders*) vs. actionnaires minoritaires (*outsiders*)
- Rémunérations comme outil d'incitation
  - ⇒ Aligner les intérêts des *insiders* sur ceux des *outsiders*
- Sensibilité de la rémunération à la performance (Jensen et Murphy, 1990) et activisme actionnarial (Holmstrom et Kaplan, 2003)

# Effets attendus de la transparence

*Marché des dirigeants vs. Institutions de gouvernance*

# Marché du travail des dirigeants

- Hypothèses sous-jacentes au modèle GL
  - Les dirigeants sont contrôlés par les administrateurs (pas de pouvoir managérial)
  - Sans frictions sur les marchés financiers (pas de coût d'agence)

⇒ Aucun effet des institutions de gouvernance sur l'évolution de la rémunération

- Mais la transparence permet la pratique du benchmarking et peut améliorer le fonctionnement du marché du travail
  - conduisant alors à une convergence des pratiques de rémunérations (Holmstrom et Kaplan, 2003 ; Bizjak et al., 2008)

# Les institutions de gouvernance

La transparence modifie les forces en jeu dans les institutions de gouvernance

- Le pouvoir managérial
  - Benchmarking biaisé par la sélection de pairs mieux rémunérés (Faulkender et Yang, 2010 ; DiPrete et al., 2010)  
⇒ Évolution accélérée des rémunérations
- Coût de réputation
  - Rémunérations les plus élevées sous surveillance externe  
⇒ Évolution moins rapide pour ces rémunérations
- Relation d'agence
  - Transparence utilisée par les investisseurs activistes pour mieux lier rémunérations et performance  
⇒ Hausse des éléments variables

# Les données et statistiques

# Le panel

- Grandes sociétés cotées françaises

Sociétés françaises membres du SBF120 entre 2001 et 2012

⇒ 131 sociétés et 1 354 observations

## Base de données

- ① Rémunérations : en numéraire (fixe et bonus) et "plans d'incitation à long-terme" (PILT)
- ② Caractéristiques des dirigeants et actionnaires  
⇒ Collectées manuellement d'après les rapports annuels
- ③ Données comptables et boursières  
⇒ Datastream
- ④ % de détention dans le capital des actionnaires  
⇒ Thomson One Banker – Ownership (TOB-O)

# Les règles de transparence

- Publication des rémunérations individuelles en numéraire depuis la loi NRE en 2001
  - Présentation des règles de détermination du bonus encouragée par la loi LSF de 2003
  - Distinction obligatoire entre le fixe et le bonus depuis la loi Breton de 2005
- Les PILT
  - Publication des caractéristiques des plans d'attribution (nombre de titres, durée, prix d'exercice...)
  - Loi de 2008 impose la règle du "comply or explain"
    - ⇒ Code de gouvernance AFEP-MEDEF de 2008
  - Publication de la juste valeur des PILT depuis cette date

# Statistiques descriptives

En milliers d'euros de 2007, sauf si mention contraire

	2001 – 2012					SP1 (2001 – 2004)			SP2 (2005 – 2008)			SP3 (2009 – 2012)		
	Moy.	E.-t.	Min.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.
<i>Rémunération :</i>														
Fixe	683	402	29	629	3,868	487	618	3,676	390	604	3,868	353	670	2,470
Bonus	571	548	0	423	3,754	601	320	3,754	549	398	3,610	509	506	2,332
En numéraire	1,368	965	35	1,190	8,090	987	936	7,253	955	1,166	8,090	931	1,440	4,384
PILT	913	1,684	0	310	16,857	1,853	266	16,150	1,948	383	16,857	1,151	233	9,920
Total	2,266	2,350	35	1,595	23,403	2,498	1,273	23,403	2,661	1,705	23,265	1,834	1,762	12,303
% Bonus / Fixe	75%	53%	0%	74%	263%	51%	60%	242%	55%	78%	263%	51%	79%	252%
% PILT/ Total	25%	23%	0%	23%	91%	24%	24%	91%	24%	26%	85%	20%	19%	81%
<i>Taille de l'entreprise:</i>														
Chiffre d'affaires (M€)	11,475	20,334	2	2,626	167,611	18,458	2,942	128,857	20,987	2,395	155,946	21,159	2,626	167,611
Valeur d'ent. (M€)	19,122	46,916	-142	3,583	403,274	47,837	3,173	380,552	48,978	3,745	357,724	44,045	3,743	403,274
Observations			1,354			395			477			482		
Nb d'entreprises			131			110			127			123		

# Statistiques descriptives

En milliers d'euros de 2007, sauf si mention contraire

	2001 – 2012					SP1 (2001 – 2004)			SP2 (2005 – 2008)			SP3 (2009 – 2012)		
	Moy.	E.-t.	Min.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.
<i>Rémunération :</i>														
Fixe	683	402	29	629	3,868	487	618	3,676	390	604	3,868	353	670	2,470
Bonus	571	548	0	423	3,754	601	320	3,754	549	398	3,610	509	506	2,332
En numéraire	1,368	965	35	1,190	8,090	987	936	7,253	955	1,166	8,090	931	1,440	4,384
PILT	913	1,684	0	310	16,857	1,853	266	16,150	1,948	383	16,857	1,151	233	9,920
Total	2,266	2,350	35	1,595	23,403	2,498	1,273	23,403	2,661	1,705	23,265	1,834	1,762	12,303
% Bonus / Fixe	75%	53%	0%	74%	263%	51%	60%	242%	55%	78%	263%	51%	79%	252%
% PILT/ Total	25%	23%	0%	23%	91%	24%	24%	91%	24%	26%	85%	20%	19%	81%
<i>Taille de l'entreprise:</i>														
Chiffre d'affaires (M€)	11,475	20,334	2	2,626	167,611	18,458	2,942	128,857	20,987	2,395	155,946	21,159	2,626	167,611
Valeur d'ent. (M€)	19,122	46,916	-142	3,583	403,274	47,837	3,173	380,552	48,978	3,745	357,724	44,045	3,743	403,274
Observations			1,354				395			477			482	
Nb d'entreprises			131				110			127			123	

# Statistiques descriptives

En milliers d'euros de 2007, sauf si mention contraire

	2001 – 2012					SP1 (2001 – 2004)			SP2 (2005 – 2008)			SP3 (2009 – 2012)		
	Moy.	E.-t.	Min.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.
<i>Rémunération :</i>														
Fixe	683	402	29	629	3,868	487	618	3,676	390	604	3,868	353	670	2,470
Bonus	571	548	0	423	3,754	601	320	3,754	549	398	3,610	509	506	2,332
En numéraire	1,368	965	35	1,190	8,090	987	936	7,253	955	1,166	8,090	931	1,440	4,384
PILT	913	1,684	0	310	16,857	1,853	266	16,150	1,948	383	16,857	1,151	233	9,920
Total	2,266	2,350	35	1,595	23,403	2,498	1,273	23,403	2,661	1,705	23,265	1,834	1,762	12,303
% Bonus / Fixe	75%	53%	0%	74%	263%	51%	60%	242%	55%	78%	263%	51%	79%	252%
% PILT/ Total	25%	23%	0%	23%	91%	24%	24%	91%	24%	26%	85%	20%	19%	81%
<i>Taille de l'entreprise:</i>														
Chiffre d'affaires (M€)	11,475	20,334	2	2,626	167,611	18,458	2,942	128,857	20,987	2,395	155,946	21,159	2,626	167,611
Valeur d'ent. (M€)	19,122	46,916	-142	3,583	403,274	47,837	3,173	380,552	48,978	3,745	357,724	44,045	3,743	403,274
Observations			1,354				395			477			482	
Nb d'entreprises			131				110			127			123	

# Statistiques descriptives

En milliers d'euros de 2007, sauf si mention contraire

	2001 – 2012					SP1 (2001 – 2004)			SP2 (2005 – 2008)			SP3 (2009 – 2012)		
	Moy.	E.-t.	Min.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.	E.-t.	Med.	Max.
<i>Rémunération :</i>														
Fixe	683	402	29	629	3,868	487	618	3,676	390	604	3,868	353	670	2,470
Bonus	571	548	0	423	3,754	601	320	3,754	549	398	3,610	509	506	2,332
En numéraire	1,368	965	35	1,190	8,090	987	936	7,253	955	1,166	8,090	931	1,440	4,384
PILT	913	1,684	0	310	16,857	1,853	266	16,150	1,948	383	16,857	1,151	233	9,920
Total	2,266	2,350	35	1,595	23,403	2,498	1,273	23,403	2,661	1,705	23,265	1,834	1,762	12,303
% Bonus / Fixe	75%	53%	0%	74%	263%	51%	60%	242%	55%	78%	263%	51%	79%	252%
% PILT/ Total	25%	23%	0%	23%	91%	24%	24%	91%	24%	26%	85%	20%	19%	81%
<i>Taille de l'entreprise:</i>														
Chiffre d'affaires (M€)	11,475	20,334	2	2,626	167,611	18,458	2,942	128,857	20,987	2,395	155,946	21,159	2,626	167,611
Valeur d'ent. (M€)	19,122	46,916	-142	3,583	403,274	47,837	3,173	380,552	48,978	3,745	357,724	44,045	3,743	403,274
Observations			1,354				395			477			482	
Nb d'entreprises			131				110			127			123	

# Approche empirique

# Evolution de la rémunération

## Methodologie

- Rémunération (fixe, bonus, numéraire, PILT, totale, %bonus/fixe, %PILT/total) expliquée en fonction de :
  - ① variables de contrôle usuelles
    - Taille de l'entreprise : chiffre d'affaires, capitalisation
    - Caractéristiques du dirigeant : dualité, fondateur, ancienneté
  - ② variables indicatrices temporelles (annuelles ou sous-périodes)
- Spécification
  - Avec effets fixes individuels
  - Panel OLS pour les éléments de rémunération en niveau (fixe, bonus, numéraire, PILT, total)
  - Tobit pour les ratios d'éléments variables (%bonus/fixe, %PILT/total)

# Marché des dirigeants vs. Institutions de gouvernance

## Marché des dirigeants

- Ajout d'une variable explicative
    - Taille de la firme de référence = Taille de la firme médiane (60e) une année donnée
    - Proxy pour l'intensité de la concurrence selon le modèle GL
- ⇒ Effet annuel sur la rémunération de l'évolution des conditions de concurrence sur le marché des dirigeants

## Institutions de la gouvernance

- Terme d'interaction entre
    - Taille de la firme de référence
    - Les types de contrôle de la firme
- ⇒ Mesure les évolutions différenciées selon les caractéristiques des institutions de gouvernance

# Les catégories de contrôle

## Le degré de contrôle

Contrôle majo → Contrôle mino → Diffus

## Type de contrôle

Etat → *Autres* → Famille passive

## Effet *inter-firmes* initial

Dirigeant surveillé → Dirigeant influent  
Rémunération plus faible → Rémunération plus élevée

# Les résultats

## Evolution des rémunérations

	OLS			Tobit	
	Ln(Salary)	Ln(Cash compensation)	Ln(Total compensation)	%Bonus / Salary	% LTI / Total comp. (2 y.-av.)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Ln(Sales) <sub>t-1</sub>	0.13 (0.00)	0.08 (0.02)	0.13 (0.00)		
Ln(Firm value)		0.11 (0.00)	0.12 (0.00)	0.09 (0.00)	
Ln(Firm value) <sub>t-1</sub>	0.06 (0.00)	0.01 (0.69)	0.03 (0.33)		0.05 (0.00)
New insider CEO	-0.01 (0.81)	-0.07 (0.07)	-0.07 (0.16)	-0.07 (0.14)	0.01 (0.75)
I(CEO is Chairman)	0.05 (0.02)	0.01 (0.72)	-0.05 (0.09)	-0.01 (0.85)	-0.06 (0.00)
I(CEO is founder)	0.19 (0.02)	0.25 (0.00)	0.26 (0.01)	0.28 (0.05)	0.05 (0.49)
<i>2001 (omitted)</i>					
2002	0.03 (0.48)	0.14 (0.00)	0.11 (0.06)	0.06 (0.41)	0.00 (0.93)
2003	0.08 (0.05)	0.23 (0.00)	0.12 (0.04)	0.12 (0.10)	-0.05 (0.15)
2004	0.10 (0.01)	0.34 (0.00)	0.22 (0.00)	0.28 (0.00)	-0.05 (0.18)
2005	0.10 (0.01)	0.40 (0.00)	0.30 (0.00)	0.36 (0.00)	-0.04 (0.32)
2006	0.11 (0.01)	0.41 (0.00)	0.35 (0.00)	0.35 (0.00)	0.01 (0.85)
2007	0.13 (0.00)	0.48 (0.00)	0.46 (0.00)	0.39 (0.00)	0.03 (0.31)
2008	0.15 (0.00)	0.46 (0.00)	0.41 (0.00)	0.20 (0.01)	-0.01 (0.78)
2009	0.18 (0.00)	0.49 (0.00)	0.33 (0.00)	0.25 (0.00)	-0.08 (0.02)
2010	0.18 (0.00)	0.60 (0.00)	0.43 (0.00)	0.44 (0.00)	-0.11 (0.00)
2011	0.20 (0.00)	0.63 (0.00)	0.49 (0.00)	0.37 (0.00)	-0.07 (0.04)
2012	0.20 (0.00)	0.61 (0.00)	0.45 (0.00)	0.32 (0.00)	-0.07 (0.03)
Fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm-year obs.</i>	1240	1324	1324	1248	1326
<i>Adj. R<sup>2</sup> (%)</i>	89.28	87.10	86.64	n/a	n/a

I(.) denotes the indicator function. *p-values* are in parentheses.

# Evolution des rémunérations

## Rémunération en numéraire

Hausse de 61%, *ceteris paribus*

→ 20% de hausse des parts fixes

→ 35 points de hausse du ratio %bonus/fixe

## Rémunération totale

Hausse de 45%, *ceteris paribus*

→ Recul de 7 points du ratio PILT/total

# L'évolution des rémunérations

- La "firme de référence" explique les effets temporels
    - Modèle GL et marché des dirigeants
      - ⇒ *Benchmarking* et ajustement des rémunérations pour attirer/retenir les talents
  - Mais avec des effets différenciés selon les formes de contrôle
    - Hausse plus élevée pour les dirigeants initialement les plus contrôlés et moins payés
      - ⇒ *Effet de rattrapage*
    - Hausse plus faible (ou recul) pour les dirigeants initialement les plus influents et les mieux payés
      - ⇒ *Coûts de réputation*
- ⇒ Convergence des pratiques de rémunération

# Les effets de la transparence

- Rattrapage et hausse des niveaux de rémunération
  - Benchmarking et effet de contagion sur le marché des dirigeants
  - Mais impacte aussi les dirigeants spécifiques à la firme
    - ⇒ Rattrapage par imitation sociale des pairs
- Convergence et hausse des ratios de bonus
  - La "firme de référence" n'est pas seulement un proxy pour la concurrence sur le marché des dirigeants
  - Inclut aussi des informations sur le poids des II activistes dans le capital
    - ⇒ Hausse des éléments variables pour aligner les intérêts (relation d'agence)

# Conclusion

# Rémunérations et législation

- Des rémunérations perçues comme abusives, malgré la transparence et le *say on pay*
- Faut-il légiférer ?

## Plafonnement des rémunérations

- ... des dirigeants de sociétés cotées ?
  - quid des autres rémunérations non "transparentes" ? (finance, experts...)
- Rémunérations abusives = symptôme d'une mauvaise gouvernance
  - Le plafonnement corrige le symptôme et non les causes
  - Probables innovations pour contourner le plafonnement
- Outil fiscal plus efficace ?

## Rémunérations et législation

- Corriger les causes : mauvaise gouvernance et faible contrôle du dirigeant

### Vote contraignant des actionnaires

- Choix de donner plus de poids aux actionnaires minoritaires externes  
→ Compétents pour définir la rémunération du dirigeant et évaluer la performance?
- Performance financière et de court-terme vs. Performance industrielle/stratégique et de long-terme
- Le poids des II : responsable de la principale hausse des rémunérations depuis 2001 : hausse des ratios de bonus

# Rémunérations et législation

## Mesures de gouvernance

- Rémunérations abusives en présence de dirigeants trop influents, peu contrôlés
- Types de contrôle associés (diffus, récent, passif/diversifié)
- Définir des règles de composition des Conseils d'administration (CA) contingentes au type de contrôle
  - ⇒ En l'absence d'un contrôle effectif par un actionnaire, augmenter le % d'indépendants au CA
  - ⇒ Dont une part élue par l'AG (actionnaires mino) et une autre par les salariés (autres parties prenantes)

# Transparence et évolution des rémunérations de dirigeants en France :

Benchmarking, rattrapage et surveillance externe

Lionel Almeida

Université Paris Ouest Nanterre - La Défense

Chaire FDIR – 16/06/2016

# Annexes

## La firme de référence

	OLS					
	Ln(Salary)		Ln(Cash compensation)		Ln(Total compensation)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Sub-periods:						
I(SP2)	0.06 (0.00)	0.01 (0.81)	0.25 (0.00)	-0.01 (0.75)	0.26 (0.00)	0.01 (0.92)
I(SP3)	0.12 (0.00)	0.03 (0.51)	0.39 (0.00)	-0.01 (0.86)	0.30 (0.00)	-0.06 (0.42)
Reference firm size:						
Ln(Ref. Sales) <sub>t-1</sub>		0.11 (0.01)		0.31 (0.00)		0.20 (0.02)
Ln(Ref. EV)		0.05 (0.37)		0.34 (0.00)		0.26 (0.01)
Ln(Ref. EV) <sub>t-1</sub>						0.13 (0.12)
Firm-year obs.	1240	1240	1348	1348	1324	1324
	Tobit					
	% Bonus/Salary		% LTIs/Total			
	(7)	(8)	(9)	(10)		
Sub-periods:						
I(SP2)			0.16 (0.00)	-0.07 (0.22)	0.02 (0.09)	0.00 (0.92)
I(SP3)			0.19 (0.00)	-0.09 (0.14)	-0.06 (0.00)	-0.09 (0.00)
Reference firm size:						
Ln(Ref. Sales) <sub>t-1</sub>						
Ln(Ref. EV)				0.47 (0.00)		
Ln(Ref. EV) <sub>t-1</sub>						0.05 (0.13)
Firm-year obs.			1248	1248	1326	1326
Firm & CEO characteristics	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

*p-values* are in parentheses. I() stands for the indicator function.

# Firme de référence et catégories de contrôle

	Ln(Salary)	% Bonus / Salary	Ln(Cash comp.)	% LTIs / Total	Ln(Total comp.)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Sub-periods:					
I(SP2)	0.00 (0.91)	-0.06 (0.26)	0.00 (0.97)	0.00 (0.91)	0.03 (0.54)
I(SP3)	0.02 (0.57)	-0.08 (0.17)	0.00 (0.98)	-0.09 (0.00)	-0.02 (0.74)
Reference firm size	0.03 (0.64)	0.53 (0.00)	0.55 (0.00)	-0.03 (0.49)	0.33 (0.00)
* I(Non-controlled) (omitted)					
* I(Minority control)	0.12 (0.12)	-0.10 (0.46)	0.02 (0.83)	0.09 (0.08)	0.23 (0.04)
* I(Majority control)	0.28 (0.00)	-0.12 (0.29)	0.31 (0.00)	0.09 (0.08)	0.48 (0.00)
* I(CEO)	0.06 (0.45)	-0.10 (0.68)	-0.16 (0.12)	0.07 (0.54)	-0.15 (0.25)
* I(Public sector)	0.19 (0.05)	-0.19 (0.11)	0.15 (0.20)	0.00 (1.00)	0.00 (0.99)
* I(Family CEO)	-0.15 (0.09)	0.15 (0.29)	-0.22 (0.06)	-0.05 (0.50)	-0.36 (0.01)
* I(Passive family)	-0.41 (0.00)	-0.10 (0.56)	-0.36 (0.01)	0.00 (0.95)	-0.38 (0.03)
* I(Others) (omitted)					
Firm & CEO characteristics	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Type of comp. control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm-year obs.</i>	1240	1248	1348	1326	1324
<i>Adj. R<sup>2</sup> (%)</i>	90.25	n/a	87.95	n/a	88.00

*p-values* are in parentheses.

# Benchmarking et effet de rattrapage

	Ln(Salary)	% Bonus / Salary	Ln(Cash comp.)	% LTIs / Total	Ln(Total comp.)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Sub-periods:					
I(SP2)	0.00 (0.91)	-0.06 (0.26)	0.00 (0.97)	0.00 (0.91)	0.03 (0.54)
I(SP3)	0.02 (0.57)	-0.08 (0.17)	0.00 (0.98)	-0.09 (0.00)	-0.02 (0.74)
Referencæ firm size	0.03 (0.64)	0.53 (0.00)	0.55 (0.00)	-0.03 (0.49)	0.33 (0.00)
* I(Non-øntrolled) (omitted)					
* I(Minority øontrol)	0.12 (0.12)	-0.10 (0.46)	0.02 (0.83)	0.09 (0.08)	0.23 (0.04)
* I(Majority øontrol)	0.28 (0.00)	-0.12 (0.29)	0.31 (0.00)	0.09 (0.08)	0.48 (0.00)
* I(CEO)					
* I(Public sector)	0.19 (0.05)	-0.19 (0.11)	0.15 (0.20)	0.00 (1.00)	0.00 (0.99)
* I(Family CEO)	-0.15 (0.09)	0.15 (0.29)	-0.22 (0.06)	-0.05 (0.50)	-0.36 (0.01)
* I(Passive family)	-0.41 (0.00)	-0.10 (0.56)	-0.36 (0.01)	0.00 (0.95)	-0.38 (0.03)
* I(Others) (omitted)					
Firm & CEO characteristics	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Type of comp. control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm-year obs.</i>	1240	1248	1348	1326	1324
<i>Adj. R<sup>2</sup> (%)</i>	90.25	n/a	87.95	n/a	88.00

*p-values* are in parentheses.

## Dirigeants spécifiques à la firme

	Ln(Salary)	% Bonus / Salary	Ln(Cash comp.)	% LTIs / Total	Ln(Total comp.)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Ref firm size					
* Family- & Owner-CEOs	0.17 (0.00)	0.32 (0.00)	0.20 (0.00)	-0.04 (0.06)	0.07 (0.00)
* Others	0.18 (0.00)	0.34 (0.00)	0.22 (0.00)	-0.03 (0.19)	0.08 (0.00)
Degree of control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm-year obs.</i>	1240	1248	1348	1326	1324

*p-values* are in parentheses.

### Benchmarking et effet de rattrapage

- Meilleur fonctionnement du marché des dirigeants ?
- Imitation des pairs

# Surveillance externe et coût de réputation

	Ln(Salary)	% Bonus / Salary	Ln(Cash comp.)	% LTIs / Total	Ln(Total comp.)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Sub-periods:					
I(SP2)	0.00 (0.91)	-0.06 (0.26)	0.00 (0.97)	0.00 (0.91)	0.03 (0.54)
I(SP3)	0.02 (0.57)	-0.08 (0.17)	0.00 (0.98)	-0.09 (0.00)	-0.02 (0.74)
Reference firm size	0.03 (0.64)	0.53 (0.00)	0.55 (0.00)	-0.03 (0.49)	0.33 (0.00)
* I(Non-controlled) (omitted)					
* I(Minority control)	0.12 (0.12)	-0.10 (0.46)	0.02 (0.83)	0.09 (0.08)	0.23 (0.04)
* I(Majority control)	0.28 (0.00)	-0.12 (0.29)	0.31 (0.00)	0.09 (0.08)	0.48 (0.00)
* I(CEO)	0.06 (0.45)	-0.10 (0.68)	-0.16 (0.12)	0.07 (0.54)	-0.15 (0.25)
* I(Public sector)	0.19 (0.05)	-0.19 (0.11)	0.15 (0.20)	0.00 (1.00)	0.00 (0.99)
* I(Family CEO)	-0.15 (0.09)	0.15 (0.29)	-0.22 (0.06)	-0.05 (0.50)	-0.36 (0.01)
* I(Passive family)	-0.41 (0.00)	-0.10 (0.56)	-0.36 (0.01)	0.00 (0.95)	-0.38 (0.03)
* I(Others) (omitted)					
Firm & CEO characteristics	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Type of corp. control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm-year obs.</i>	1240	1248	1348	1326	1324
<i>Adj. R<sup>2</sup> (%)</i>	90.25	n/a	87.95	n/a	88.00

*p-values* are in parentheses.

# Surveillance externe et coût d'agence

	Ln(Salary)	% Bonus / Salary	Ln(Cash comp.)	% LTIs / Total	Ln(Total comp.)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Sub-periods:					
I(SP2)	0.00 (0.91)	-0.06 (0.26)	0.00 (0.97)	0.00 (0.91)	0.03 (0.54)
I(SP3)	0.02 (0.57)	-0.08 (0.17)	0.00 (0.98)	-0.09 (0.00)	-0.02 (0.74)
Referencæ firm size	0.03 (0.64)	0.53 (0.00)	0.55 (0.00)	-0.03 (0.49)	0.33 (0.00)
* I(Non-controlled) (omitted)					
* I(Minority control)	0.12 (0.12)	-0.10 (0.46)	0.02 (0.83)	0.09 (0.08)	0.23 (0.04)
* I(Majority control)	0.28 (0.00)	-0.12 (0.29)	0.31 (0.00)	0.09 (0.08)	0.48 (0.00)
* I(CEO)	0.06 (0.45)	-0.10 (0.68)	-0.16 (0.12)	0.07 (0.54)	-0.15 (0.25)
* I(Public sector)	0.19 (0.05)	-0.19 (0.11)	0.15 (0.20)	0.00 (1.00)	0.00 (0.99)
* I(Family CEO)	-0.15 (0.09)	0.15 (0.29)	-0.22 (0.06)	-0.05 (0.50)	-0.36 (0.01)
* I(Passive family)	-0.41 (0.00)	-0.10 (0.56)	-0.36 (0.01)	0.00 (0.95)	-0.38 (0.03)
* I(Others) (omitted)					
Firm & CEO characteristics	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Type of comp. control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm-year obs.</i>	1240	1248	1348	1326	1324
<i>Adj. R<sup>2</sup> (%)</i>	90.25	n/a	87.95	n/a	88.00

*p-values* are in parentheses.

## Marché des dirigeants et relation d'agence

- Tests de causalité à la Granger entre la firme de référence et :
  - % dirigeants externes (proxy marché des dirigeants)
  - % capital détenu par des II activistes (proxy relations d'agence)

⇒ La taille de la firme de référence explique les deux variables
- La hausse de la taille de la firme de référence contient au moins deux informations
  - Développement du marché des dirigeants (recours croissant à des dirigeants généralistes)
  - Développement du marché financier (volume des capitalisations) et progression des II dans le capital