

# **Les Hautes Rémunérations sont-elles Irrresponsables?**

*Conférence FDIR, nov. 2015*

Augustin Landier (TSE)

# Plan

1. Niveau: trop haut?
  - Mauvaise gouvernance?
2. Forme incitative: trop dépendante du prix boursier?
  - La question du court-termisme

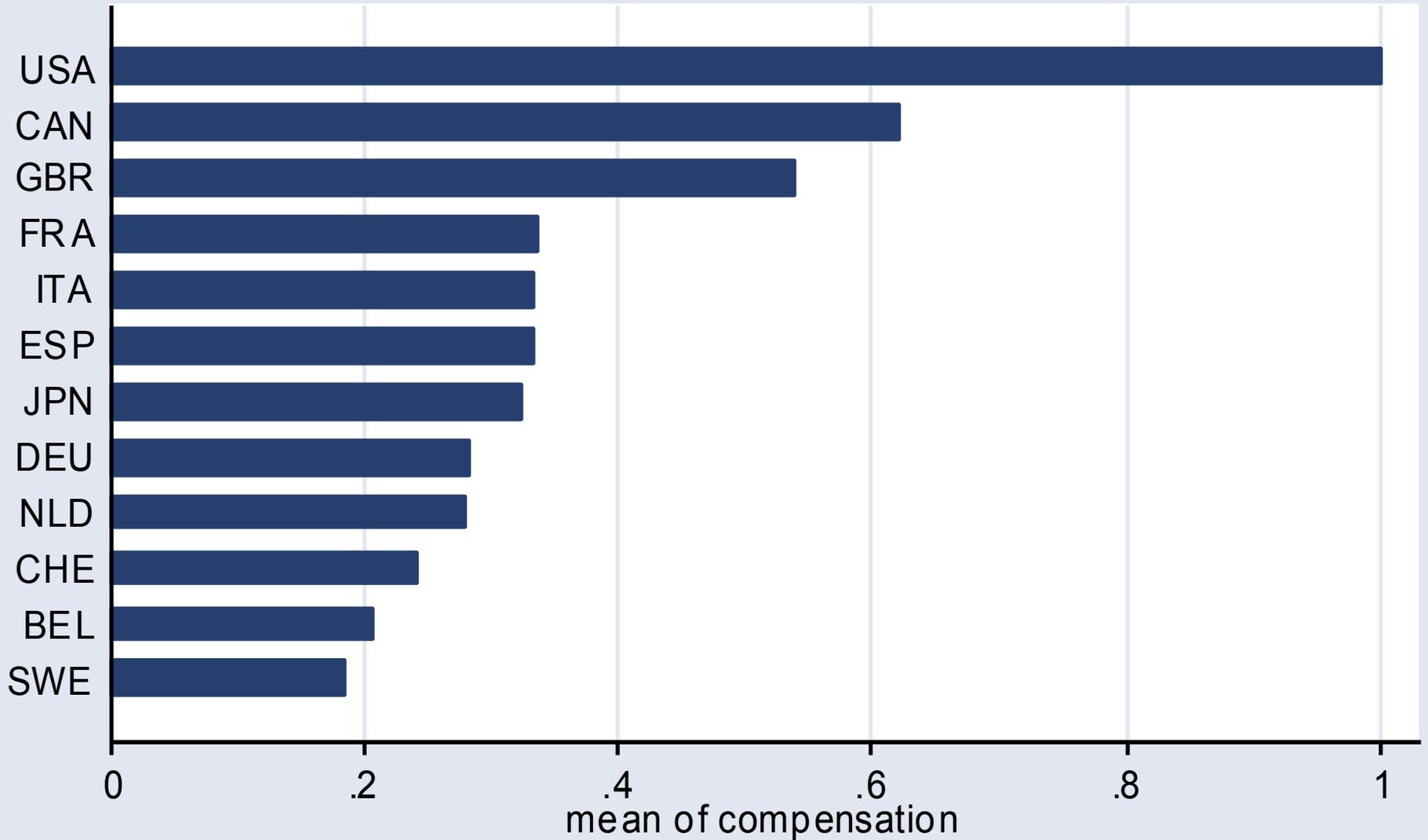
# Hausse des salaires des CEOs (US)

Executive Compensation in the US  
normalized to 1 in 1980



# CEO compensation across countries

1996



Source: Abowd&al. 1995,1999

# Omniprésence dans le débat public

- Rémunérations abusives?
- Socialement inefficaces?
  - Qui est lésé: les actionnaires? Etc.
  - Symptôme de mauvaise gouvernance?
- Registre moralisateur: indécence etc.
  - Débat sur les inégalités

# Ex-ante vs. Ex-post

- L'analyse économique du salaire doit se faire sur une base **ex-ante**
  - Si les managers sont payés en « tickets de loterie », le fait qu'il y ait chaque année des gagnants extrêmes n'est pas informatif
- **crucial de focaliser l'analyse sur le ex ante**

# « Expérience de pensée »

- Vous êtes au conseil d'administration d'Apple
- Mr B est le CEO actuel et Mr A est son meilleur successeur possible
- Vous pensez que Mr A peut augmenter en un an la valeur de l'entreprise de **0.01% de plus que Mr B**
- Combien êtes-vous prêts à rémunérer Mr A **de plus** que Mr B pour le convaincre de devenir CEO?

# Expérience de pensée

Réponse:

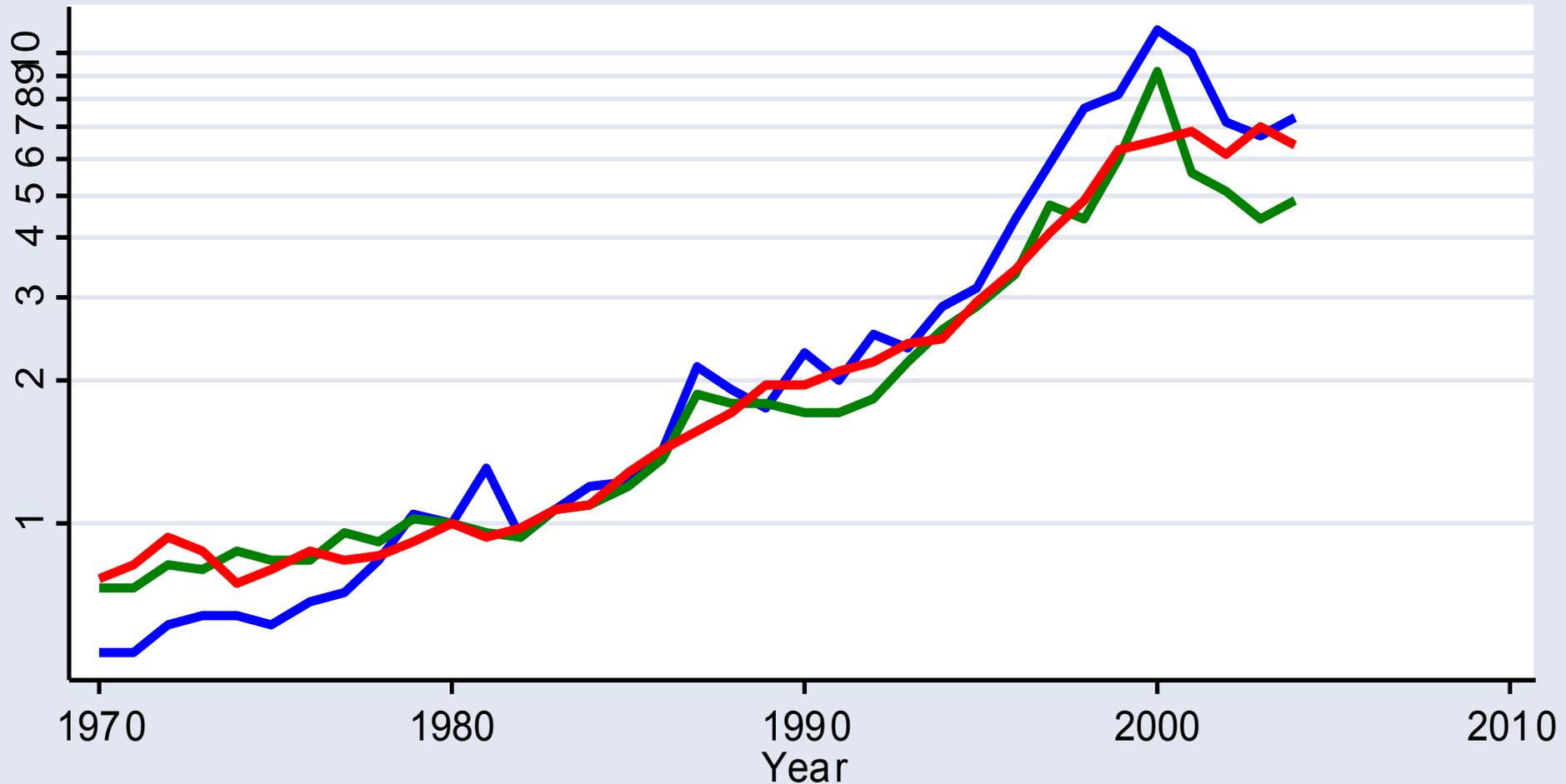
$$(666 \text{ milliards}) * 0,01\% = \mathbf{66 \text{ millions}}$$

- Remarque: Cela ne suppose pas d'avoir des certitudes!

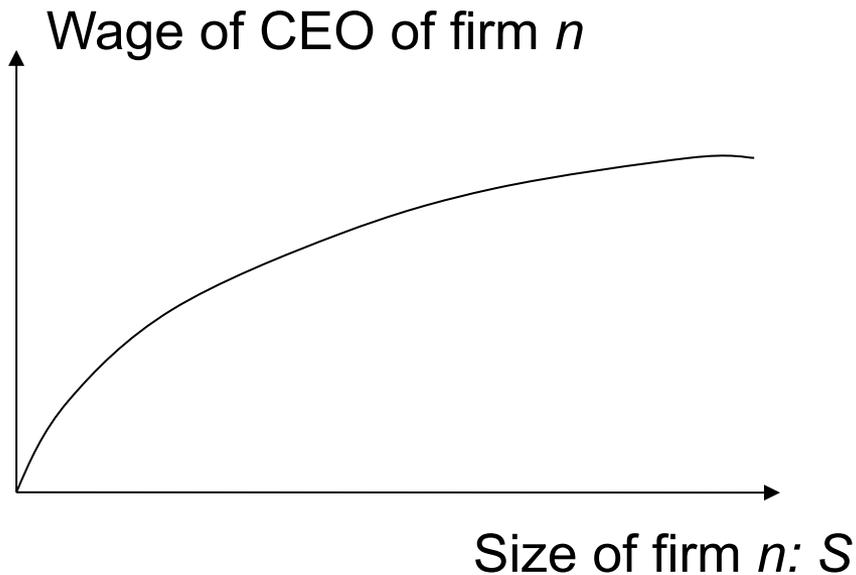
# Théorie de la taille des enjeux

- Gabaix-Landier (2008)
- **Salaire = prix du « talent » managérial**
  - Les entreprises ont énormément grossi → prix plus élevé des top-talents
  - C'est un équilibre quasi-concurrentiel: rareté des top talents
  - Chaque entreprise est indifférente entre embaucher son CEO ou le prochain sur la liste

# Executive Compensation and Market Cap of Top 500 Firms normalized to 1 in 1980

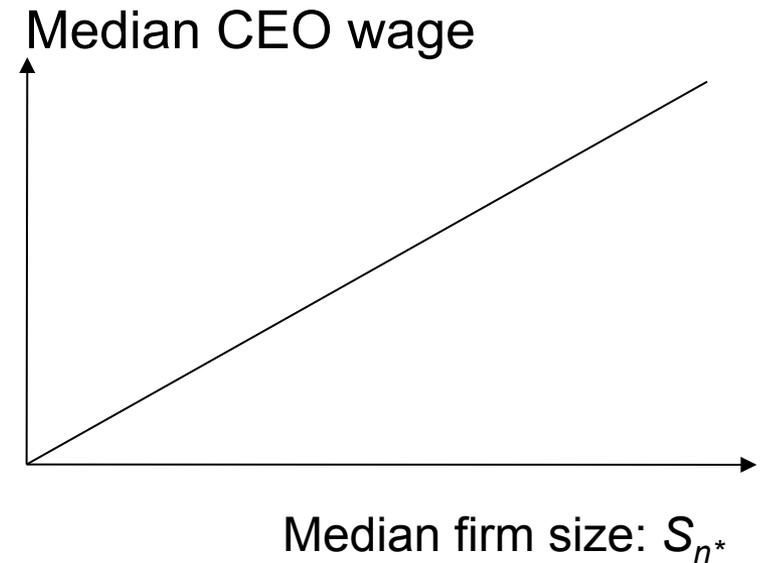


$$w(n) = D \times S_{n^*}^{2/3} \times S_n^{1/3}$$



**Cross-section:** Wage is a **concave** function of size:

$$w_n = k S_n^{1/3}$$



**Time series:** Wage is a **linear** function of size:

$$w_{n^*} = k' S_{n^*}$$

The relationship between size and pay is very different in the cross section and the time-series

# Les CEOs ne sont pas des “surhommes”

- Interpretation: #1 CEO, comparé à #250 CEO
  - Augmente la valeur de la firme de: 0.02%
  - Est payé plus de: 500% !

# Les années récentes confortent cette théorie

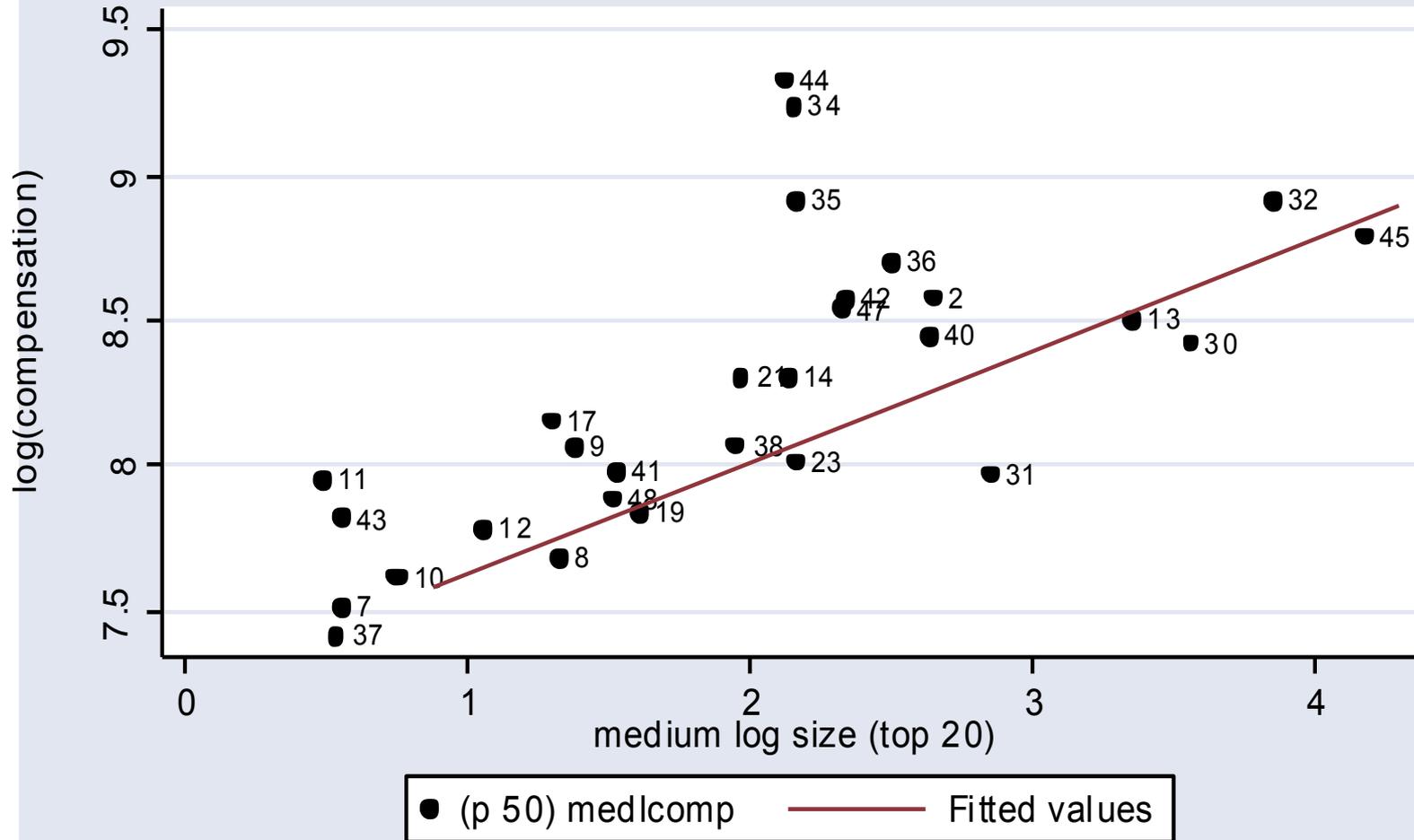
- Gabaix, Landier, Sauvagnat (2013)

Change over:	Total firm value	Equity value	FS comp index
(2007-2009):	-17.4%	-37.8%	-27.7%
(2009-2011):	19.0%	27.0%	22.0%

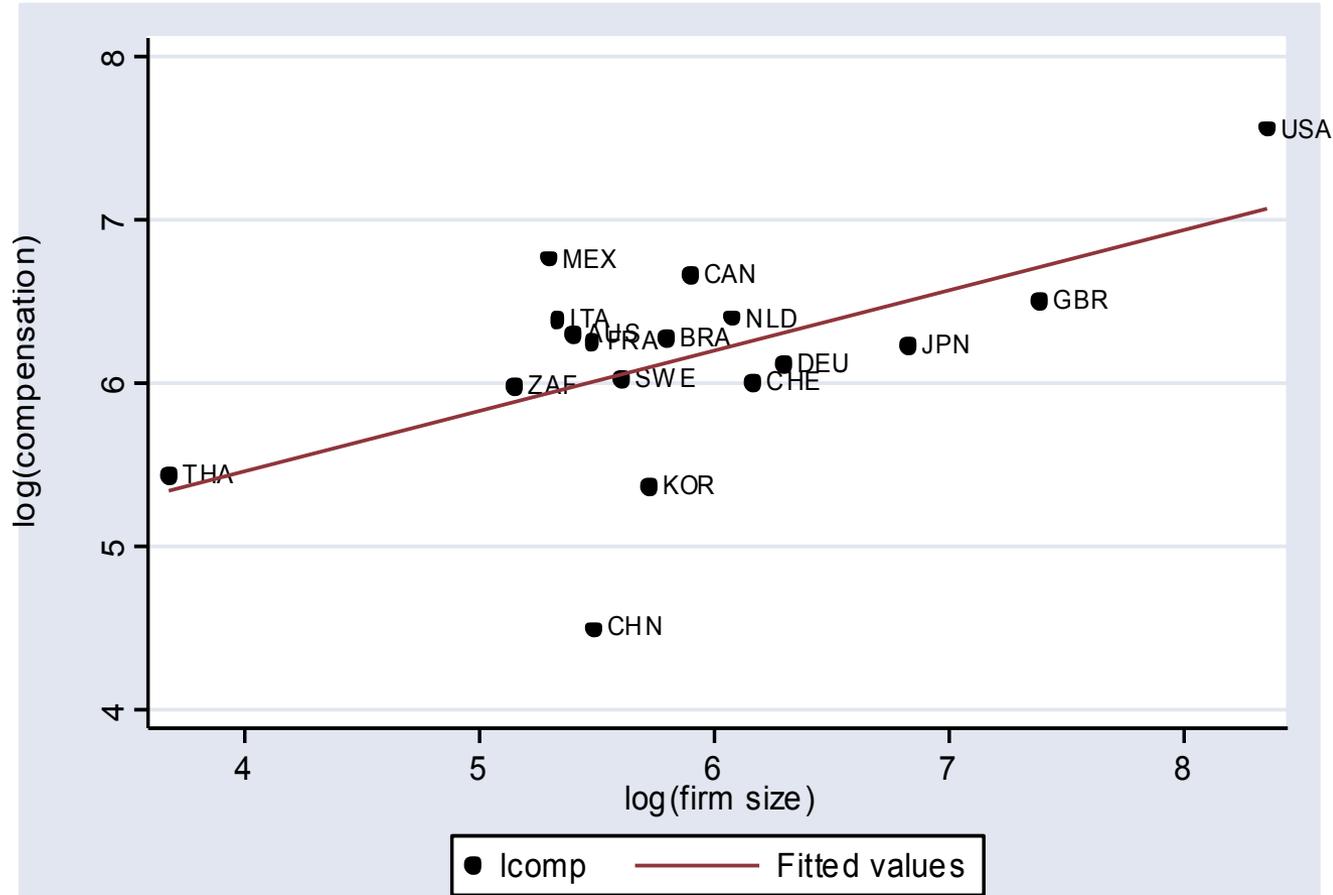
- Remarque: pas d'effet mécanique!

# Par industries

Compensation and Industry Firm Size  
1996



# Variations par pays



**Source: Towers-Perrin (2001) for CEO compensation  
Compustat Global (2000) for firm size**

Peut-on taxer?

Qu'est-ce que le talent?

# Autres théories...

## – “Le métier a changé”

- Murphy and Zabojnik (2004), Frydman (2005)
- Higher importance of general (vs. specific) skills
  - higher CEO outside options, more external hires

## – Garicano and Rossi-Hansberg (2006)

- Technological change and hierarchies in equilibrium

## – See also Bloom et al. (2006), Daines, Nair, Kornhauser (2005), Malmendier and Tate (2005), Shleifer (2004), Bolton, Scheinkman and Xiong (2006)

# Autres theories...

- **“Gouvernance faible / Abus de pouvoir”**
  - Bertrand and Mullainathan (2001), Kuhnen and Zwiebel (2006)
  - Bebchuk & al. (2002,...)
    - Increased entrenchment & “camouflage” techniques
  - Hall&Murphy (2003), Jensen, Murphy & Wruck (2004)
    - Boards underestimate the cost of stock-options

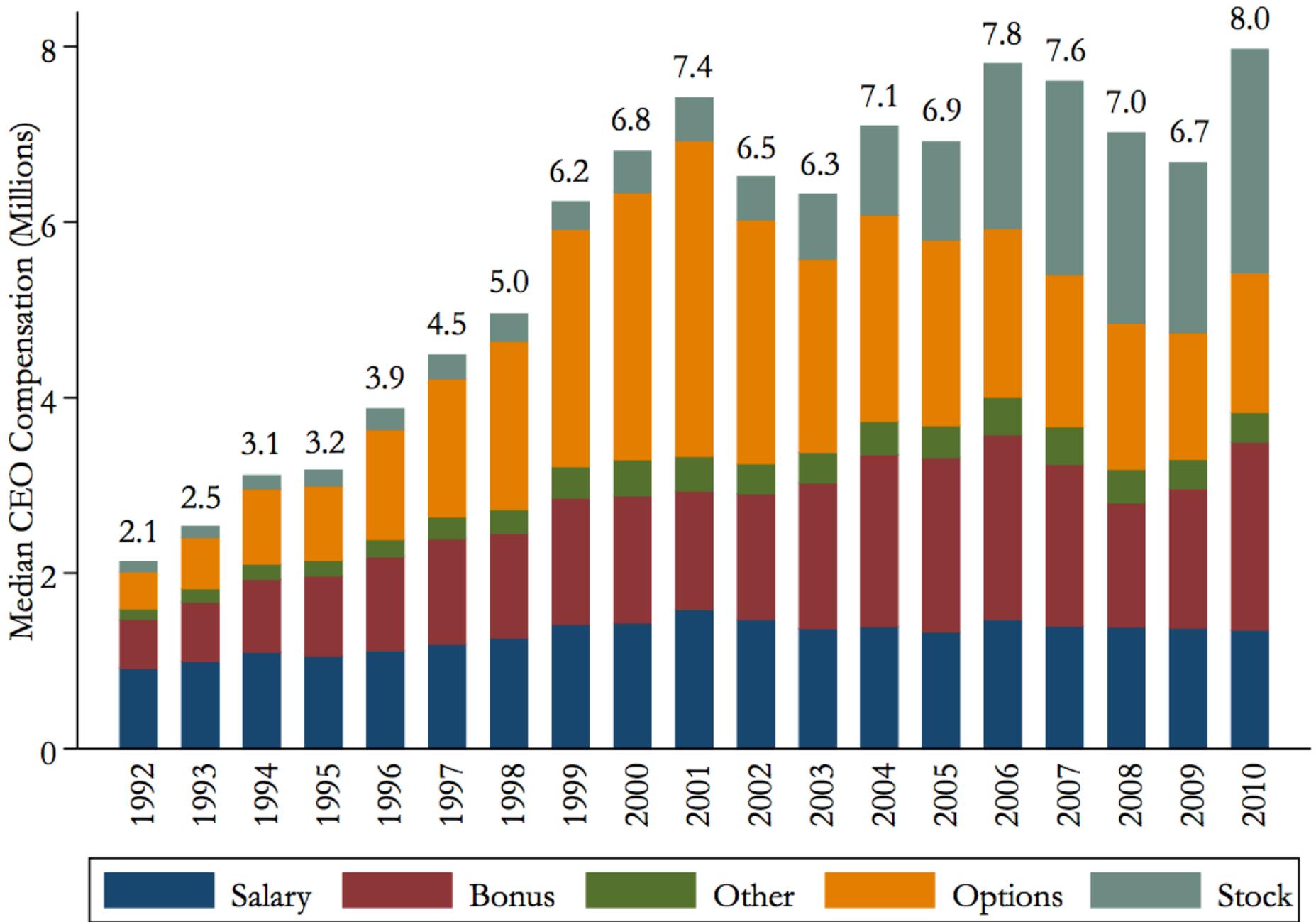
# Mauvaise gouvernance ?

## pas une explication très plausible

- Les standards de gouvernance ont augmenté
  - Transparence, conseil d'administration,
- Les US ont plutôt une meilleure gouvernance
- Les entreprises non cotées (private equity) donnent des packages plutôt plus élevés

# Effets incitatifs: “slope”

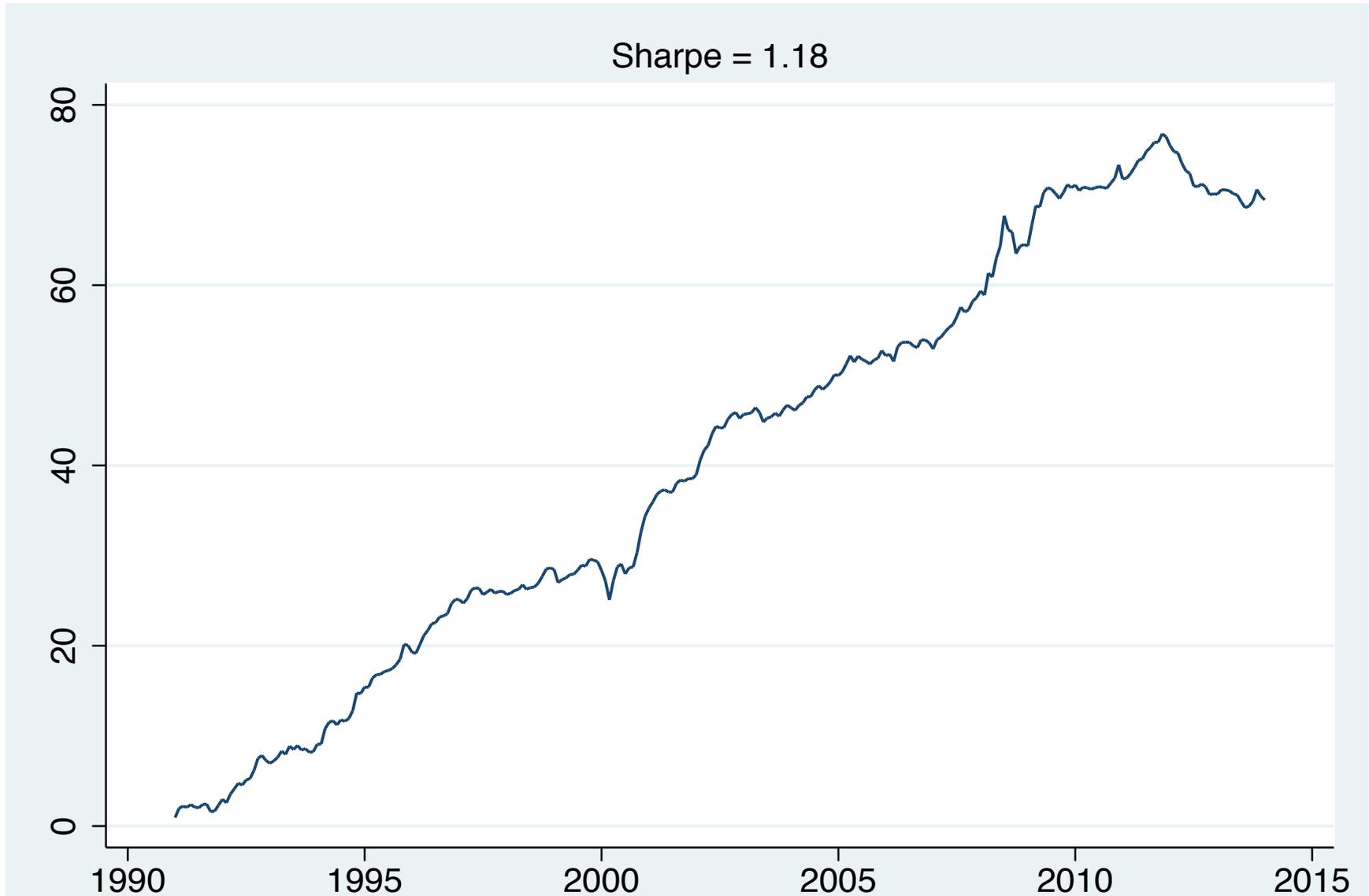
- La théorie: contrats dynamiques
  - Incitations de long-terme sont optimales
    - important quand décisions se manifestent loin dans le temps
    - Principe de la rémunération différée
  - Danger d’une rémunération mal calibrée:
    - (1) incitations court-termistes
    - (2) incitations à manipuler
- Contrats privés optimaux peuvent être socialement inefficaces
  - “Bonus culture”
  - Secteur financier en particulier



# Les marchés sont-ils court-termistes?

- Une critique plus forte de “stock-based compensation”:
  - Les marchés ne prennent pas en compte le long-terme?
  - Le prix de l’action trop sensible aux earnings contemporains
  - Pas d’évidence convaincante de ceci

- “quality” anomaly: sort sur cash flow/assets



# Vesting vs. deferral

- Le vesting peut diminuer la competition sur le marché du talent managerial

# Lien avec l'environnement

- Information “E”
  - Plus facile à rendre publique que R&D
- Informations peuvent en partie être révélées en temps réel
  - Facilite leur prise en compte dans l'évaluation de performance
- **Role de l'ISR:**
  - **production et digestion de l'info E**
  - **Mettre les entreprises en concurrence sur E**

# Conclusion

1. Attention à ne pas endosser les biais du débat public
  - L'entreprise n'est pas le niveau efficace de la redistribution sociale (fiscalité)
2. Vigilance sur la bonne gouvernance
  - Qualités des décisions ex-ante sur les contrats
  - Respect des contrats
3. Faire entrer les résultats ESG dans l'évaluation de perf. du manager

→ INFORMATION

# Cumulative Return

