



HAL
open science

Gouvernance des entreprises et divulgation d'informations relatives à la rémunération des dirigeants

Alexandre Di Giacomo, Géraldine Broye, Enrico Prinz

► To cite this version:

Alexandre Di Giacomo, Géraldine Broye, Enrico Prinz. Gouvernance des entreprises et divulgation d'informations relatives à la rémunération des dirigeants. Accountability, Responsabilités et Comptabilités, May 2017, Poitier, France. pp.cd-rom. hal-01902199

HAL Id: hal-01902199

<https://hal.science/hal-01902199v1>

Submitted on 25 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Gouvernance des entreprises et divulgation d'informations relatives à la rémunération des dirigeants

Alexandre DI GIACOMO
Géraldine BROYE
Enrico PRINZ

Résumé : Ce travail examine dans quelle mesure les entreprises se conforment au code de gouvernance en ce qui concerne la communication des éléments relatifs à la rémunération des dirigeants, et s'intéresse aux facteurs pouvant expliquer le niveau de divulgation. A partir d'un échantillon de sociétés cotées sur Euronext, nous mettons en évidence une conformité relativement faible des entreprises avec les recommandations du code AFEP/MEDEF et de l'AMF. Nous montrons par ailleurs que les entreprises familiales sont associées à des scores de divulgation significativement plus faibles, tandis que l'indépendance des administrateurs favorise une divulgation de meilleure qualité.

Mots clés : Rémunération des dirigeants – Gouvernance – Divulgation – Entreprises familiales

1 Introduction

La mise en place d'une rémunération incitative, basée sur des objectifs de performance, constitue un mécanisme de gouvernance susceptible d'inciter les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires et à maximiser la valeur de l'entreprise (Jensen & Murphy, 1990). Il apparaît toutefois nécessaire d'accompagner la mise en place d'une rémunération variable avec une communication transparente vis-à-vis des actionnaires. Cette transparence permet en effet aux investisseurs d'être parfaitement informés de la politique de rémunération prévue par l'entreprise, des critères de performance prédéfinis et des objectifs attendus. Elle leur permet ainsi de contrôler la conformité des réalisations avec les accords contractuels définis pour les dirigeants, et donc de juger du caractère incitatif de cette rémunération.

Compte-tenu des enjeux importants d'une divulgation de qualité concernant la rémunération, le code de gouvernance français s'est doté en 2008 d'un ensemble de préconisations très précises pour obtenir des sociétés cotées une information détaillée des éléments de rémunération dans les rapports annuels. L'Autorité des Marchés Financiers a elle-même publié une recommandation en 2012 sur ce point, et produit chaque année un rapport destiné à veiller à l'application du code. Ce cadre réglementaire s'inscrit toutefois dans le principe du *comply or explain*, accordant ainsi une certaine latitude aux sociétés dans leur niveau de conformité.

Dans ce contexte, cette étude s'intéresse à la qualité de la divulgation des sociétés cotées françaises sur les éléments relatifs à la rémunération des dirigeants. L'objectif est tout d'abord d'étudier le niveau de conformité des sociétés avec les recommandations du code et de l'AMF. Pour ce faire, nous avons élaboré un score sur la base de 15 items relatifs à la divulgation d'informations détaillées sur la rémunération variable. Le second objectif de ce travail est d'étudier les facteurs susceptibles d'influencer la qualité de la divulgation. Nous nous sommes concentrés sur deux facteurs en particulier, relatifs à l'efficacité du conseil d'administration et à la structure de propriété.

La littérature a largement mis en évidence le rôle du conseil, et en particulier des administrateurs indépendants, sur la qualité de l'information divulguée (Cheng & Courtenay, 2006). Dans le cas des éléments de rémunération, le conseil joue un rôle particulier puisqu'il établit la politique de rémunération du dirigeant. Les administrateurs indépendants devraient donc être particulièrement attentifs, afin d'encourager une rémunération liée à la performance selon des critères précis et prédéfinis, et de s'assurer que les actionnaires soient bien informés de cette politique (Laksmana, 2008).

Par ailleurs, la littérature sur la divulgation comptable et financière met en évidence l'incidence de la structure de propriété sur la qualité de la divulgation, et en particulier du rôle de l'actionnariat familial (Chen et al., 2008). De nombreux travaux montrent également l'incidence de l'actionnariat familial sur la politique de rémunération des dirigeants, tant sur le niveau que sur la structure de la rémunération. Nous supposons donc que le contrôle d'une société par la famille peut influencer de la même manière la divulgation des éléments de rémunération. Cette analyse nous paraît particulièrement pertinente dans le contexte français,

caractérisé par un poids important des sociétés familiales parmi les grandes entreprises cotées (Francks et al., 2012, KPMG, 2014).

Afin d'évaluer l'incidence de ces deux facteurs sur la qualité de la divulgation, nous avons dans un premier temps construit un score de divulgation et analysé pour l'année 2014 la qualité de la divulgation de 117 sociétés cotées sur le compartiment A d'Euronext. Dans un second temps, nous avons testé l'incidence de l'indépendance du conseil et de l'actionnariat familial sur le niveau de divulgation.

Cet article est structuré de la façon suivante. La première section expose le cadre d'analyse de la divulgation des éléments relatifs à la rémunération des dirigeants. La deuxième section présente les hypothèses attendues. La troisième section décrit notre méthodologie de recherche, l'échantillon ainsi que les variables utilisées. L'analyse de nos résultats est détaillée dans une quatrième section, et nous présentons nos conclusions dans une dernière section.

2 La divulgation des éléments relatifs à la rémunération des dirigeants comme pratique de bonne gouvernance

2.1 La demande de transparence relative aux éléments de rémunération : le contexte français

Les exigences en matière de transparence sur la rémunération des mandataires sociaux se sont progressivement renforcées en France. Elles se sont limitées dans un premier temps sur des réglementations relatives à la communication des niveaux de rémunération. Dans l'esprit du rapport Viénot de 1995 qui recommandait une communication sur les éléments de rémunérations des dirigeants, la loi NRE du 15 mai 2001 établit que le document de référence des sociétés cotées doit rendre compte de la rémunération totale (y compris de l'octroi de *stock-options*) et des avantages en nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social. La loi Breton du 26 juillet 2005 renforce cette demande de transparence, en imposant d'insérer dans le rapport de gestion une description des éléments fixes, variables, et exceptionnels composant ces rémunérations, ainsi que des critères en application desquels ils ont été calculés.

Mais ce n'est qu'en 2008, avec la publication du code de gouvernance AFEP/MEDEF (2008), qu'apparaissent des recommandations précises en matière de divulgation des pratiques de rémunération. Ces recommandations seront encore clarifiées dans la version modifiée du code en 2013. Le code établit qu'une information très complète sur les rémunérations de dirigeants doit être donnée aux actionnaires, par le biais d'un chapitre dédié dans le rapport annuel. Ce chapitre doit prévoir « *une présentation détaillée de la politique de détermination de la rémunération des mandataires sociaux, et notamment les règles d'attribution de la partie variable. Elle doit indiquer les critères sur lesquels cette partie variable est établie, comment ils ont été appliqués par rapport à ce qui avait été prévu au cours de l'exercice et si les objectifs personnels ont été atteints* ». Le code mentionne la nécessité d'une lisibilité des règles établissant les modalités de rémunération : ces règles doivent être simples, stables et transparentes. Les critères de performance doivent correspondre aux objectifs de l'entreprise, être exigeants et explicables.

Le code AFEP/MEDEF n'a pas caractère de loi, mais repose néanmoins sur le principe fondamental « *appliquer ou s'expliquer* » (*comply or explain*). Ce principe a été entériné en France par la loi DDAC du 3 juillet 2008 - loi portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit

communautaire - qui stipule que les sociétés cotées « *sont tenues de se conformer ou d'expliquer leur non-conformité au regard d'un code de gouvernance d'entreprise élaboré par une organisation représentative des entreprises* ». Les sociétés doivent ainsi explicitement se référer au code dans leur rapport de gestion, ou expliquer dans le cas contraire les raisons pour lesquelles elles n'appliquent pas les recommandations.

Afin de veiller au respect de l'application du code, l'AFEP/MEDEF a publié chaque année entre 2009 et 2013 un rapport consacré à l'application du code. Dans la continuité de cette démarche, et suite à la création du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise en 2013, le rapport annuel du HCGE s'est substitué au rapport AFEP/MEDEF. Ces rapports examinent point par point le respect du code par les entreprises du CAC40 et du SBF120, et s'assurent de l'application effective de la règle « appliquer ou s'expliquer ».

L'Autorité des marchés financiers (AMF, 2012) a de son côté publié une recommandation sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants se référant au code AFEP/MEDEF (2008). Cette recommandation reprend et précise les préconisations du code et renforce certaines exigences en matière de divulgation. Par ailleurs, tout comme le HCGE, entité privée, l'AMF publie elle-même chaque année un rapport annuel destiné à veiller à l'application de ses recommandations, et donc a fortiori du code AFEP/MEDEF. Depuis 2010, le rapport annuel de l'AMF sur « le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne » est devenu un rapport sur « le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants », laissant au fil des ans une place toujours plus grande au contrôle des informations relatives à la politique de rémunération. A la différence des rapports du HCGE qui ne comportent aucune mention nominative de sociétés, les rapports de l'AMF mentionnent nommément depuis 2012 les entreprises qui ne respectent pas certaines recommandations du code, selon le principe du « *name and shame* ». Ces rapports sont donc susceptibles d'exercer une pression sur les sociétés cotées n'appliquant pas la règle « appliquer ou s'expliquer ». Ils ne portent toutefois que sur un échantillon restreint de sociétés cotées – par exemple en 2015, 36 sociétés du CAC40 et 24 sociétés du SBF120.

2.2 Divulgation sur les pratiques de rémunération des dirigeants : cadre théorique

L'évolution de la réglementation sur la divulgation des éléments de rémunération témoigne du rôle important que joue cette transparence aux yeux des régulateurs pour améliorer la gouvernance des entreprises. Ce rôle fait également l'objet d'une littérature croissante s'intéressant aux coûts et bénéfices d'une divulgation plus détaillée.

L'argument le plus souvent avancé en faveur d'une divulgation sur les éléments de rémunération est la possibilité apportée aux investisseurs de mieux comprendre et contrôler les pratiques de rémunération mises en œuvre pour inciter les dirigeants (Robinson et al., 2011; Costa et al., 2016). Si sur le principe la mise en place d'une rémunération variable liée à la performance de l'entreprise est bien comprise comme un moyen d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires (Jensen & Murphy, 1990), le problème demeure de pouvoir connaître et apprécier les critères de performances précis imposés aux dirigeants, leurs objectifs et la réalisation de ces objectifs. Autrement dit, c'est par la divulgation des éléments de la politique de rémunération que les actionnaires seront à même de mieux contrôler et évaluer le bien-fondé de la rémunération des dirigeants et son lien effectif avec l'atteinte d'objectifs de performance précis et prédéterminés. Sheu et al. (2010) montrent ainsi que le marché réagit positivement à l'annonce d'une divulgation volontaire des pratiques de rémunération à Taïwan.

Face à l'intérêt de réduire l'asymétrie d'information vis-à-vis des investisseurs, d'inciter les dirigeants, et donc d'accroître la valeur de la firme, la question qui se pose est celle des facteurs pouvant expliquer que les entreprises ne se conforment pas au niveau de transparence demandé. Un premier facteur est lié à la réticence des dirigeants à rendre public certaines informations privées (Nagar et al. 2003), en particulier lorsque cette information affecte directement leurs intérêts. Les dirigeants sont ainsi réticents à une trop grande transparence concernant leur rémunération, et sont incités à divulguer de façon stratégique et sélective (Laksmama, 2008; Beyer et al., 2010; Robinson et al., 2011). Les dirigeants peuvent en particulier utiliser leur pouvoir au sein de l'entreprise et la faiblesse des organes de gouvernance pour éviter de se conformer à la réglementation.

Un deuxième facteur est lié aux coûts potentiels de la divulgation, en particulier pour les actionnaires eux-mêmes. Frantz et al. (2013) montrent que les actionnaires eux-mêmes ont intérêt à ne pas divulguer les éléments de rémunération quand cela est possible, même si celle-ci est exigée par la loi. Autrement dit, aucun équilibre de divulgation totale sur la rémunération ne peut être atteint, si l'on considère à la fois les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants. Certes, un manque de conformité favorise les coûts d'agence. En empêchant les actionnaires d'obtenir des informations sur les pratiques de rémunération, les dirigeants peuvent obtenir plus de bénéfices privés et de moindres niveaux de contrôle. Toutefois, les bénéfices potentiels pour les actionnaires (contrôle renforcé et moindre probabilité d'extraction de rentes par les dirigeants) sont compensés par les coûts de propriété associés à la divulgation d'informations aux concurrents stratégiques (Verrechia, 1983). Ainsi, la divulgation sur les contrats de rémunération n'est pas optimale car ces contrats révèlent une information privée stratégique, compte tenu d'un lien souvent étroit entre la politique de rémunération et la stratégie de l'entreprise. Selon Bender (2007), les changements de stratégie sont l'une des raisons principales expliquant un changement de contrat de rémunération. Robinson et al. (2011) ne vérifient toutefois pas que le niveau de non-conformité aux exigences de la SEC en matière de transparence sur les éléments de rémunération soit lié aux coûts de propriété. Ils suggèrent que justifier une non-divulgation pour des raisons de confidentialité stratégique n'est pas recevable.

3 Gouvernance des entreprises et divulgation des pratiques relatives à la rémunération des dirigeants

Si la divulgation des informations relatives à la rémunération des dirigeants apparaît comme un mécanisme de gouvernance visant notamment à réduire l'asymétrie d'information à laquelle sont sujets les investisseurs, ce mécanisme s'inscrit dans un système de gouvernance avec lequel il interagit au sein de l'entreprise. En particulier, le niveau de divulgation choisi par les entreprises est susceptible d'être influencé par la nature du contrôle de la société ainsi que par l'efficacité du conseil d'administration.

3.1 Qualité de la divulgation et structure de propriété : l'influence de l'actionnariat familial

Dans le cadre de la théorie de l'agence, les actionnaires de contrôle sont susceptibles de jouer un rôle particulièrement actif dans le processus de contrôle des dirigeants, l'hypothèse inhérente d'une convergence des intérêts étant supposée limiter les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Dans la mesure où les détenteurs de blocs de contrôle ont à la fois le pouvoir et les incitations pour discipliner les dirigeants, on peut s'attendre à

ce qu'ils incitent l'entreprise à divulguer davantage sur des éléments tels que les informations comptables et financières ou la politique de rémunération managériale. Tous les actionnaires de contrôle n'ont toutefois pas les mêmes incitations et les mêmes intérêts en matière de transparence.

Chen et al. (2008) mettent en évidence que l'actionnariat familial joue un rôle dominant dans son impact sur la divulgation volontaire. Ce rôle serait plus important que celui de l'actionnariat institutionnel ou d'autres *insiders* pour expliquer les comportements de divulgation. Les familles auraient ainsi plus d'incitation et plus de moyens pour influencer les pratiques de divulgation, compte-tenu du pouvoir lié à leur contrôle dans le capital, de leur horizon d'investissement à plus long terme et de leur implication managériale. Or, plusieurs études tendent à montrer que les entreprises familiales sont associées à une moindre qualité de divulgation.

Ainsi, les familles peuvent désirer limiter la divulgation d'informations aux autres parties pour différentes raisons. Premièrement, elles ont la possibilité de contrôler directement les actions managériales et d'avoir accès à une information privilégiée, sans que cette information ne soit nécessairement rendue publique. Elles n'éprouvent donc pas le besoin de pousser l'entreprise à plus de transparence et de favoriser une divulgation de qualité (Armstrong et al., 2010). Autrement dit, le besoin d'une divulgation de qualité permettant de résoudre les conflits liés à la séparation des fonctions de propriété et de contrôle semble ici limité. Les conflits d'agence étant susceptibles d'être réduits en raison d'une faible asymétrie d'information entre la famille et le dirigeant, il n'apparaît pas nécessaire de divulguer des informations détaillées pour rassurer les actionnaires. Un phénomène de substitution entre un contrôle direct par la famille et la nécessité d'une divulgation publique peut ainsi être attendu (Bushman et al., 2004; S. Chen et al., 2008).

Par ailleurs, les entreprises familiales risquent de supporter de forts coûts d'opportunité si le niveau de divulgation est élevé dans la mesure où une divulgation d'informations significatives peut menacer le contrôle stratégique exercé par la famille au sein de l'entreprise (Aguilera et al., 2008). En particulier, une moindre transparence permet aux familles de protéger des informations de « propriété » (Armstrong et al., 2010). La divulgation ne serait donc pas dans les entreprises familiales une pratique de gouvernance efficace compte-tenu des coûts associés élevés et de la faible complémentarité avec le contrôle direct qu'elles peuvent exercer (Aguilera et al., 2008).

Enfin, il est possible que la famille cherche à obscurcir l'information divulguée aux tierces parties dans le but d'extraire plus facilement des rentes privées au détriment des actionnaires minoritaires (Armstrong et al., 2010). Faccio et al. (2001) mettent en évidence que dans les pays offrant une moindre protection aux investisseurs, le risque d'expropriation est plus élevé en cas d'une concentration de capital dans les mains d'une famille. Dans ces entreprises, les conseils tendent à être moins indépendants et dominés par les membres de la famille, ce qui réduit leur capacité à défendre les intérêts des minoritaires, et a fortiori de favoriser une plus grande transparence à leur égard. Cette absence de contrôle peut faciliter un manque de conformité quant aux exigences de divulgation.

D'un point de vue empirique, Chen et al. (2008) vérifient que les entreprises familiales sont associées à un moindre niveau de divulgation comptable et financière volontaire. Ali et al. (2007) montrent que si les firmes familiales reportent des résultats de meilleure qualité, le niveau de divulgation quant aux pratiques de gouvernance est plus faible. Ils suggèrent que les firmes familiales sont incitées à réduire la transparence de leurs pratiques de gouvernance pour faciliter la présence de membres de la famille dans le conseil sans l'interférence des membres extérieurs. Enfin, Goh et al. (2016) montrent qu'en France, le pourcentage de capital détenu par le CEO et sa famille

est négativement lié au niveau de divulgation sur le coût des stock-options dans le cadre de l'IFRS 2.

Nous proposons de tester l'influence des entreprises familiales sur la divulgation relative aux éléments de rémunération en établissant l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1: Le score de divulgation sur la rémunération du CEO est plus faible dans les entreprises familiales que dans les entreprises non familiales.

S'agissant d'informations relatives à la rémunération des dirigeants, la volonté des entreprises familiales de limiter la transparence devrait être particulièrement forte lorsque le CEO est membre de la famille. Dans ce cas, l'asymétrie d'information entre le dirigeant et la famille est particulièrement réduite et l'incitation pour détailler les éléments de rémunération du CEO est faible.

Hypothèse 2: Le score de divulgation sur la rémunération du CEO est plus faible lorsque le CEO est membre de la famille de contrôle.

3.2 Qualité de la divulgation et efficacité du conseil d'administration : l'influence de l'indépendance des administrateurs

Le conseil a un rôle à jouer pour favoriser une communication précise et transparente auprès des investisseurs, dans la mesure où une divulgation de qualité apparaît comme un important facteur de création de valeur (Hui & Matsunaga, 2015). Les administrateurs indépendants sont en particulier susceptibles de défendre une divulgation de qualité dans la mesure où celle-ci leur permet de limiter l'opportunisme des dirigeants et de mieux protéger les intérêts des actionnaires (Jensen, 1993; Fama & Jensen, 1983). Différentes études mettent ainsi en évidence que les administrateurs indépendants, soucieux d'améliorer la conformité de la divulgation comptable et financière aux exigences réglementaires, sont associés à une meilleure qualité de divulgation (Chen & Jaggi, 2000 ; Cheng & Courtenay, 2006).

De la même manière, les administrateurs indépendants devraient être particulièrement incités à communiquer en détail les pratiques de rémunération, et favoriser ainsi un meilleur contrôle de la part des actionnaires (Laksmana, 2008). Face à un conseil plus indépendant, le CEO aura plus de difficulté à négocier une rémunération s'écartant de la politique annoncée, et à éviter l'octroi d'un bonus véritablement lié à l'atteinte d'objectifs de performance précis. Aux Etats-Unis, Laksmana (2008) vérifie que la divulgation est d'autant plus élevée que le conseil et le comité de rémunération sont indépendants. Hyun et al. (2014) mettent également en évidence l'effet positif de l'indépendance du conseil sur les pratiques de divulgation en Corée du Sud.

Nous proposons donc de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : Le score de divulgation sur la rémunération du CEO est positivement lié à la proportion d'administrateurs indépendants.

Un argument inverse peut toutefois être avancé. D'après Muslu (2010) les entreprises dont le conseil comprend une plus grande proportion d'*insiders* peuvent être incitées à être plus transparentes pour compenser la moindre efficacité du conseil. Par plus de transparence, ces entreprises chercheraient à démontrer que la politique de rémunération du CEO est justifiée et à rassurer les actionnaires quant à un éventuel transfert de richesse. A partir d'une étude portant sur 12 pays d'Europe, dont la France, Muslu (2010) montre que les entreprises disposant d'une plus grande proportion d'*insiders* dans leur conseil divulguent davantage d'informations sur la rémunération des exécutifs. Ils mettent par ailleurs en évidence que la relation entre la proportion d'administrateurs internes et la divulgation est plus prononcée dans les pays offrant une plus forte protection aux investisseurs.

4 Méthodologie

4.2 Echantillon

Notre échantillon a été constitué sur la base des 151 sociétés cotées sur le compartiment A d'Euronext en 2014 (capitalisations supérieures à 1 milliard d'euros). Dans un premier temps, nous avons éliminé les sociétés financières, du fait de la spécificité de leur comptabilité. Dans un second temps, nous avons éliminé les sociétés qui n'avaient pas prévu de rémunération variable pour le dirigeant en 2014, ainsi que les sociétés pour lesquelles certaines informations étaient manquantes. Notre échantillon se compose au final de 117 entreprises.

Les informations relatives à la divulgation des éléments de rémunération des dirigeants ont été collectées manuellement à partir des documents de référence. Les données comptables et boursières ont, quant à elles, été réunies à partir de la base *Amadeus*.

4.3 Détermination du score de divulgation

Le score de divulgation a été établi à partir de l'analyse des documents de référence de l'année 2014. Nous avons déterminé les items qui composent ce score à partir des recommandations du code AFEP/MEDEF (2013) et de l'AMF (2012) relatives à la divulgation des éléments de la rémunération variable des dirigeants. Le tableau 1 présente les 15 items retenus, ainsi que le pourcentage de sociétés ayant respecté les recommandations correspondantes.

[Insérer Tableau 1]

De façon générale, le code de gouvernance stipule que « *Les règles de fixation des rémunérations variables doivent être cohérentes avec l'évaluation faite annuellement ou sur plusieurs années des performances des dirigeants mandataires sociaux et avec la stratégie de l'entreprise... /... Les modalités des rémunérations variables doivent être intelligibles pour l'actionnaire et doivent donner lieu chaque année à une information claire et exhaustive dans le rapport annuel* ». Dans cet esprit, le code, comme la recommandation de l'AMF, donnent un certain nombre de préconisations précises sur cinq points en particulier.

- Plafonnement de la part variable

Le code précise que les « *rémunérations variables doivent être d'un ordre de grandeur équilibré par rapport à la partie fixe. Elles consistent en un pourcentage maximum de la partie fixe, adapté au métier de l'entreprise et prédéfini par le conseil* ». L'AMF estime toutefois que l'esprit du code est respecté lorsque l'entreprise communique un plafonnement exprimé par un montant numéraire maximum (AMF, 2015, p.102). Nous constatons que la grande majorité des sociétés (85,5%) communiquent un plafond pour la rémunération variable, tandis que 67,5% des sociétés expriment ce plafond en pourcentage de la rémunération fixe, conformément au code.

➤ Répartition de la part qualitative et de la part quantitative

Le code établit que « *lorsque des critères qualitatifs sont utilisés, une limite doit être fixée à la part qualitative tout en permettant le cas échéant de tenir compte de circonstances exceptionnelles* ». Cette recommandation implique l'existence d'un plafonnement de la part qualitative au sein de la rémunération variable. Dans notre échantillon, seules 55,6% des sociétés expriment une pondération entre la part qualitative et la part quantitative de la rémunération variable.

➤ Information sur les critères choisis

Le code comme la recommandation AMF établissent que les sociétés doivent indiquer de manière précise les critères qualitatifs et quantitatifs utilisés pour déterminer la rémunération variable. Cette précision doit permettre aux actionnaires de pouvoir contrôler l'adéquation de ces critères avec la stratégie définie par la société (AMF, 2015). Le code stipule ainsi que les « *critères quantitatifs doivent être simples, pertinents, objectifs, mesurables et adaptés à la stratégie d'entreprise* », et que les « *critères qualitatifs doivent être définis de manière précise* ». L'AMF admet que pour les critères qualitatifs, les sociétés peuvent se prévaloir de la confidentialité, mais elles doivent alors indiquer, a minima, « *que certains critères qualitatifs ont été préétablis et définis de manière précise mais ne sont pas rendus publics pour des raisons de confidentialité* ».

La recommandation AMF demande par ailleurs aux sociétés de présenter « *de manière claire et précise la clé de répartition des critères retenus pour la détermination de la partie variable* », ce qui implique que le poids affecté à chaque critère de performance dans le calcul de la rémunération variable soit précisé.

Dans notre échantillon, la grande majorité des sociétés (92,3%) détaillent les critères quantitatifs utilisés, et dans une moindre mesure (66,7% des cas) apportent une information quant aux poids respectifs de chaque critère. En ce qui concerne les critères qualitatifs, seules 34,2% des sociétés apportent des détails sur ces critères, 11,1% ne détaillent pas mais justifient ce choix par un problème de confidentialité, et 12% apportent une information quant aux poids respectifs des critères qualitatifs. Il faut toutefois noter que 22 sociétés de l'échantillon ne basent pas la rémunération variable sur des critères qualitatifs, et ne sont donc pas concernées par ces items. Ces sociétés auront donc mécaniquement un score plus faible, ce qui nécessitera d'être contrôlé dans notre modèle.

➤ Objectifs chiffrés

La recommandation AMF demande aux sociétés de préciser des objectifs chiffrés sur les différents critères quantitatifs présentés, leur accordant toutefois le droit d'invoquer un problème de confidentialité : « *Les sociétés indiquent le niveau de réalisation attendu des*

objectifs quantitatifs utilisés pour la détermination de la partie variable de la rémunération ou indiquent, a minima, que le niveau de réalisation de ces critères quantitatifs a été établi de manière précise mais n'est pas rendu public pour des raisons de confidentialité ».

Dans notre échantillon, très peu de sociétés donnent des objectifs quantitatifs (3,4%), mais une part plus importante de sociétés précise que cette information n'est pas divulguée pour des raisons de confidentialité (28,2%).

➤ Réalisation des objectifs

Le code stipule que les sociétés doivent indiquer les critères utilisés pour la part variable de la rémunération, et préciser « *si les objectifs personnels ont été atteints* ». La rémunération variable finalement attribuée au dirigeant doit ainsi dépendre de l'atteinte des objectifs préétablis : les « *rémunérations variables doivent être subordonnées à la réalisation d'objectifs précis et bien entendu préétablis* ». Si le code n'explicite pas le fait que l'atteinte des objectifs doit être détaillée pour chaque critère présenté, il nous a semblé que cette condition était suggérée et avons choisi de pondérer davantage une information plus détaillée.

Nos résultats mettent en évidence que 62,4% des sociétés donnent une information globale sur la réalisation des objectifs ; 41% des sociétés présentent la réalisation des objectifs quantitatif (28,3% de façon détaillée par critère) ; et 38,5% présentent l'atteinte des objectifs qualitatifs (6% avec un détail par critère).

4.4 Variables indépendantes

La définition de l'entreprise familiale varie beaucoup dans la littérature (Miller et al., 2007). La définition la plus couramment utilisée fait référence au bloc de contrôle détenu par les membres d'une famille. Le seuil retenu pour identifier un bloc de contrôle varie toutefois selon les études : 10% (e.g. Croci et al., 2012), 20% (e.g. Faccio & Lang, 2002; La Porta et al., 1999) ou encore 25% (e.g. Franks et al., 2012). Anderson & Reeb (2003, 2004) soulignent toutefois que la famille peut également exercer une influence importante par leur présence active dans l'exécutif ou au sein du conseil d'administration. Certains travaux empiriques définissent ainsi une entreprise familiale si l'une de ces conditions est respectée : la famille détient un bloc de contrôle, au moins un membre de la famille siège dans le conseil d'administration, ou encore un membre de la famille est présent dans le top management (Anderson & Reeb, 2004; Ali et al., 2007; Chen et al., 2008). En accord avec ces travaux antérieurs, nous proposons de retenir trois proxys permettant d'identifier les entreprises familiales : *Famille_10* prend la valeur de 1 si la famille détient au minimum 10% des droits de vote, 0 dans le cas contraire ; *Famille_20* prend la valeur de 1 si la famille détient au moins 20% des droits de vote, 0 dans le cas contraire ; *Famille_Influence* prend la valeur de 1 si la famille détient au moins 10% des droits, ou si l'un au moins de ses membres siège dans le conseil, ou encore si le CEO est un membre de la famille.

Sur ce dernier point, nous souhaitons également étudier, de façon distincte, le fait que le CEO soit un membre de la famille et son incidence sur le score de divulgation. Nous utilisons donc la variable *CEO_Famille* qui prend la valeur de 1 si le CEO est le fondateur, un membre de sa famille ou de la famille qui contrôle l'entreprise, 0 dans le cas contraire.

Afin de tester l'influence de l'indépendance du conseil sur le score de divulgation, nous utilisons la variable *CA_Indépendant* qui correspond au pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil, selon les critères du code AFEF/MEDEF.

Nous contrôlons en outre différentes variables susceptibles d'influencer le score de divulgation.

- *Log(CEO_Tenure)*. Un CEO en fonction depuis un plus grand nombre d'années est susceptible de bénéficier d'un pouvoir plus important pour influencer en sa faveur la politique de rémunération définie par le conseil et opposer une certaine résistance à la transparence des informations relatives à la détermination de sa rémunération. Un dirigeant en fonction depuis plus longtemps est donc susceptible d'être associé à un score plus faible.

- *CA_Taille*. Une taille restreinte du conseil est susceptible de favoriser les échanges d'information entre les administrateurs et d'accroître l'efficacité du conseil (Jensen, 1993; Yermack, 1996). Un conseil trop large favoriserait à l'inverse un plus faible engagement des administrateurs et une coordination plus difficile dans la prise de décision. Nous pouvons donc attendre une association négative entre la taille du conseil, mesurée par la variable et la qualité de la divulgation. Cependant, une relation inverse peut être supposée en considérant que les conseils plus larges permettent de multiplier les ressources et les compétences, et sont donc plus à même de remplir leur rôle de contrôle et de conseil (Coles et al., 2008). Ces conseils pourraient donc être associés à des scores de divulgations plus élevés.

- *CA_Réunions* Le nombre de réunions réalisées par le conseil permet d'estimer l'implication des administrateurs et le temps alloué à la discussion et à la prise de décision. Une plus grande fréquence de réunions est susceptible d'être associée à une étude plus approfondie de la politique de rémunération, à une discussion des critères de rémunération et à l'opportunité de leur divulgation (Laksmana, 2008). Le nombre de réunions devrait donc être associé à un score plus élevé.

- *Institutionnel*. Les investisseurs institutionnels s'appuient beaucoup sur l'information diffusée publiquement pour remplir leur rôle de gouvernance et favorisent donc une plus grande transparence dans les informations diffusées par l'entreprise (Aguilera et al., 2008). Lorsque ces investisseurs détiennent un bloc de contrôle, ils ont le pouvoir et la motivation d'inciter les entreprises à une plus grande divulgation. Leur présence devrait donc être associée à un score plus élevé. Une relation inverse peut toutefois être supposée si l'on envisage que le rôle actif des institutionnel peut se substituer au besoin de divulguer davantage pour rassurer les investisseurs (Laksmana, 2008). Nous utilisons la variable *Institutionnel*, qui prend la valeur de 1 lorsqu'un investisseur institutionnel détient au moins 5% des droits de vote, et 0 dans le cas contraire.

- *Log(Actif total)*. Les entreprises de plus grande taille sont susceptibles de mettre en place des contrats de rémunération plus complexes, nécessitant une information plus détaillée dans les rapports annuels. Ces entreprises disposent en outre de plus de ressources pour se conformer (Robinson et al., 2011). Par ailleurs les entreprises de plus grande taille, susceptibles d'attirer davantage l'attention des régulateurs et de la presse et particulièrement sensibles aux coûts politiques, devraient être incitées à être plus transparentes (Laksmana, 2008; Hyun et al., 2014). Nous nous attendons donc à une relation positive entre la taille de l'entreprise et le niveau de divulgation. La taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme de l'actif total.

- *ROA ; TSR*. L'incidence de la rentabilité sur le degré de divulgation n'est pas clairement établie dans la littérature (Laksmana, 2008). Les entreprises performantes sont susceptibles de divulguer davantage afin de se différencier des entreprises moins performantes. A l'inverse, les

entreprises moins performantes peuvent être incitées à être plus transparentes afin d'éviter une publicité négative et de minimiser les réactions défavorables. Nous utilisons une mesure de la performance comptable, le ROA, ainsi qu'une mesure de performance boursière, le TSR, afin d'estimer l'influence de la performance sur le score de divulgation.

- *Quali*. Comme nous l'avons évoqué, certaines sociétés ne mettent pas en place de critères qualitatifs pour l'octroi de la rémunération variable. Ces sociétés ne sont donc pas concernées par les items relatifs à cette information, et sont donc susceptibles d'avoir mécaniquement un score plus faible. Afin de contrôler cet effet, nous utilisons la variable *Quali* qui prend la valeur de 1 lorsqu'aucun critère qualitatif n'est prévu pour l'octroi du bonus, et de 0 dans le cas contraire.

- *Dummies Secteur d'activité*. Nous contrôlons enfin dans chaque modèle les effets fixes des secteurs d'activité sur la base de la classification sectorielle ICB¹.

5 Résultats

5.1 Statistiques descriptives

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives pour notre échantillon.

[Insérer Tableau 2]

Le score de divulgation, dont la valeur peut s'étendre de 0 à 15, prend en moyenne la valeur de 6,7 ; avec une médiane égale à 6. Nous observons donc que le score de divulgation est relativement faible, et que les principales sociétés cotées peinent à se mettre en conformité avec les exigences du code et de l'AMF en matière de transparence quant à leur politique de rémunération.

Nous constatons par ailleurs que les familles détiennent en moyenne 28,25% des droits de vote dans notre échantillon. Plus précisément, une famille détient plus de 20% des droits dans 48% des sociétés, et détient plus de 10% des droits dans 54% des sociétés. Ces résultats reflètent bien la représentation importante des sociétés familiales parmi les principales sociétés cotées françaises (Francks et al., 2012).

En élargissant la définition de l'entreprise familiale pour inclure les sociétés dont le CEO est membre de la famille, ou la présence d'un membre de la famille dans le conseil, nous pouvons qualifier 59% des sociétés comme entreprises familiales. Il est intéressant de noter que dans la majorité (86%) des entreprises où la famille détient un bloc de contrôle supérieur à 10%, la famille est également présente dans le conseil. Très fréquemment d'ailleurs, c'est le fondateur ou un membre de sa famille qui préside ce conseil. Dans ces mêmes entreprises contrôlées par la famille, il est moins fréquent que le CEO appartienne à la famille, ceci n'est observé que dans 30% des cas. En revanche, certaines entreprises peuvent être au final qualifiées de familiales car le CEO est membre de la famille du fondateur, sans que cette famille ne détienne plus de 5% des droits de vote. C'est le

¹ La classification ICB distingue dix secteurs : « Pétrole et gaz », « Matériaux de base », « Industries », « Biens de consommation », « Santé », « Services aux consommateurs », « Services aux collectivités », « Technologies », « Sociétés financières » et « Télécommunication ».

cas par exemple de la société Danone, dirigée en 2014 par Franck Riboud qui cumule les fonctions de directeur général et de président du conseil, sans pour autant détenir plus de 5% des droits de vote.

Par rapport à l'ensemble de l'échantillon, le CEO est membre de la famille du fondateur ou de la famille de contrôle dans 21% des cas.

En ce qui concerne le conseil d'administration/de surveillance, la proportion d'administrateurs indépendants s'élève à 53%. Nous pouvons noter que 90% des sociétés comptent plus d'un tiers d'administrateurs indépendants dans leur conseil, et 50% des sociétés ont qualifié plus de la moitié de leurs membres comme indépendants. En moyenne, les conseils comprennent 12 membres se réunissent 8,3 fois par an.

5.2 L'incidence de l'indépendance du conseil et de l'actionnariat familial sur le score de divulgation

Nous proposons dans cette section d'analyser l'incidence de l'indépendance du conseil et de l'actionnariat familial sur la divulgation des éléments relatifs à la rémunération du CEO. Les résultats des régressions OLS sont reportés dans le tableau 3. Des variables binaires ont été introduites dans chaque modèle pour contrôler les effets fixes par secteur d'activité (les coefficients associés ne sont pas reportés dans le tableau pour des raisons pratiques). Pour chaque régression, le score VIF (*Variance Inflation Factor*) est inférieur à 10, ce qui nous permet d'écarter tout problème majeur de multicolinéarité (Chatterjee & Price, 1991).

[Insérer Tableau 3]

Nos résultats mettent en évidence que le score de divulgation est significativement plus faible dans les sociétés familiales, quelle que soit la mesure retenue pour définir les sociétés familiales. Nous vérifions également que les sociétés dont le dirigeant est membre de la famille sont associées à des scores de divulgation plus faibles. Nous validons ainsi les hypothèses 1 et 2, et mettons en évidence l'influence exercée par les familles pour limiter la divulgation d'informations relatives à leur pratique de rémunération. Les entreprises familiales apparaissent comme particulièrement réticentes à détailler auprès des tierces parties les critères utilisés pour rémunérer leurs dirigeants. Cette réticence peut s'expliquer par le contrôle direct que la famille peut exercer sur le dirigeant, par un accès privilégié à certaines informations privées concernant notamment les actions du dirigeant².

Nous trouvons par ailleurs que les sociétés dont le conseil d'administration/de surveillance comprend une plus grande proportion de membres d'indépendants obtiennent des scores de

² Ce résultat pourrait également s'expliquer par une politique de rémunération différente dans les entreprises familiales. De nombreux travaux mettent en effet en évidence que l'actionnariat familial impacte le niveau et la structure de la rémunération des CEOs (Gomez-Mejia et al., 2003; Cheng, 2005; Croci et al., 2012; Cheng et al., 2015). En particulier, les entreprises familiales semblent proposer une moindre proportion de rémunération variable basée sur la performance. Un tel phénomène pourrait expliquer un moindre score de divulgation dans les entreprises familiales. Dans la mesure où la rémunération variable basée sur des critères de performance est faible, le score de divulgation serait systématiquement plus faible. Dans notre échantillon, nous observons cependant des niveaux de rémunération variable similaires entre les entreprises familiales et les entreprises non familiales.

divulgaration significativement plus élevés, conformément à notre hypothèse 3. Nous vérifions ainsi que les administrateurs indépendants encouragent une meilleure transparence concernant la politique de rémunération mise en place pour inciter les dirigeants, et favorisent une meilleure communication vis-à-vis des investisseurs. Ce résultat est en cohérence avec les résultats de Laksmana (2008).

En ce qui concerne les variables de contrôle, nous observons que la taille et le nombre de réunions du conseil d'administration/de surveillance sont associés à un score de divulgation significativement plus élevé. Ces résultats sont également similaires à ceux de Laksmana (2008), et montrent une divulgation de meilleure qualité lorsque le conseil accorde plus de ressources et plus de temps à ses fonctions.

En revanche, la présence d'actionnaires institutionnels détenant un bloc de contrôle n'a pas d'incidence significative sur le score de divulgation³. Nous ne vérifions donc pas l'argument d'une pression particulière de la part de ces investisseurs pour obtenir une information plus détaillée sur la politique de rémunération du dirigeant.

La variable CEO_Tenure n'est par ailleurs pas significative. Nos résultats ne nous permettent donc pas de vérifier qu'un dirigeant en fonction depuis plus longtemps influence le niveau de transparence par rapport à sa rémunération.

Contrairement à nos attentes, la taille de l'entreprise n'est pas associée au niveau de divulgation. Nous ne vérifions donc pas que les entreprises plus grandes et donc plus exposées à des coûts politiques cherchent à être plus transparentes sur leur politique de rémunération du dirigeant⁴. En revanche, la performance comptable est associée positivement et significativement au score de divulgation. Il est probable que les entreprises performantes soient incitées à divulguer davantage afin de se différencier des entreprises moins performantes. Enfin, conformément à nos attentes, le score de divulgation est significativement plus faible lorsque l'entreprise ne conditionne pas l'octroi d'une rémunération variable à des critères qualitatifs.

6 Conclusion

Au regard de la croissance continue des rémunérations variables des dirigeants français au cours des dernières années, et de l'évolution réglementaire relative aux pratiques de leur divulgation, cette étude propose d'analyser les pratiques de divulgation des éléments de rémunération des dirigeants français.

Ce travail permet de mettre en lumière trois principaux résultats. Premièrement, le score de divulgation proposé ici montre que les sociétés cotées peinent à se mettre en conformité avec les exigences tant du code de gouvernance que des recommandations de l'AMF. La faible conformité concerne plus particulièrement le détail et les objectifs des critères qualitatifs de la rémunération variable. Deuxièmement, l'étude confirme l'influence positive de l'indépendance des administrateurs sur la qualité de la divulgation en matière de rémunération des dirigeants. Enfin,

³ Nous avons utilisé de façon alternative différentes mesures de l'actionnariat institutionnel : un seuil de détention des droits de vote à 10%, un seuil à 20%, ou encore une mesure continue des droits de vote. Les résultats obtenus sont similaires.

⁴ Nous avons également testé l'incidence de l'appartenance ou non de la société à l'indice CAC40, en supposant que ces sociétés pourraient être particulièrement exposées aux médias et à la vigilance des régulateurs. Nous n'avons toutefois pas obtenu de résultats significatifs pour cette variable.

l'analyse met en évidence l'incidence de la structure de propriété sur la qualité de la divulgation, et montre en particulier un niveau de divulgation significativement plus faible dans les entreprises familiales. La plus grande réticence de ces sociétés à communiquer sur la politique de rémunération peut s'expliquer par un contrôle plus direct du dirigeant par la famille, facilité notamment par une participation directe aux prises de décision stratégique.

Ce travail présente toutefois certaines limites. Une première limite est liée à la taille restreinte de l'échantillon. Cette taille s'explique par notre volonté de se concentrer sur les entreprises de plus grande taille, particulièrement visées par le code AFEF/MEDEF, et concernées par l'attention de l'AMF et des investisseurs en général. De même, le score de divulgation proposé, conçu à partir des recommandations du code et de l'AMF, peut être critiqué pour la part de subjectivité qu'il comporte au niveau du choix des items et de leur pondération. Il ignore sans doute d'éventuelles contraintes liées aux caractéristiques spécifiques des entreprises observées. Bien qu'imparfait, ce score constitue toutefois une mesure originale et approfondie de la communication des entreprises en matière de politique de rémunération.

Pour des travaux de recherche futurs, il serait intéressant d'étudier la communication des sociétés sur l'intégralité des éléments de rémunération, sans se limiter à la partie variable annuelle. Par ailleurs, une analyse longitudinale sur plusieurs années permettrait de contribuer à une meilleure compréhension de l'évolution des pratiques de divulgation au regard notamment de l'accroissement des pressions institutionnelles. Enfin, une comparaison des pratiques de divulgation des sociétés cotées de plusieurs pays serait intéressante pour mieux comprendre l'incidence des contextes réglementaires et institutionnels, et enrichir la réflexion autour des coûts et bénéfices d'une exigence de divulgation détaillée sur les éléments de rémunération des dirigeants.

7 Références

- Aguilera, R.V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities. *Organization Science*, 19(3): 475–492.
- Ali, A., Chen, T.-Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2): 238–286.
- Anderson, R.C., & Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3): 1301–1328.
- Anderson, R.C., & Reeb, D.M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2): 209–237.
- Armstrong, C.S., Guay, W.R., & Weber, J.P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting & Economics*, 50(2/3): 179–234.
- Autorité des marchés financiers (AMF). (2012). *Recommandation AMF n° 2012-02 - Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants*.
- Autorité des marchés financiers (AMF). (2015). *Rapport annuel AMF sur le gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF*.
- Bender, R. (2007). Onwards and Upwards: why companies change their executive remuneration schemes, and why this leads to increases in pay. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5): 709–723.
- Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., & Walther, B.R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting & Economics*, 50(2/3): 296–343.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting & Economics*, 37(2): 167–201.
- Chatterjee & Price, (1991). *Regression analysis by example*, John Wiley & Son.
- Chen, C.J.P., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting & Public Policy*, 19(4/5): 285–310.
- Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3): 499–536.
- Cheng, E.C.M., & Courtenay, S.M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *International Journal of Accounting*, 41(3): 262–289.
- Cheng, M., Lin, B., & Wei, M. (2015). Executive compensation in family firms: The effect of multiple family members. *Journal of Corporate Finance*, 32: 238–257.

- Code AFEP/MEDEF. (2008). Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.
- Code AFEP/MEDEF. (2013). Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées - version révisée.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2): 329–356.
- Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36(12): 3318–3335.
- Faccio, M., & Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3): 365–395.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91(1): 54–78.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301–325.
- Franks, J., Mayer, C., Volpin, P., & Wagner, H.F. (2012). The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence. *Review of Financial Studies*, 25(6): 1675–1712.
- Frantz, P., Instefjord, N., & Walker, M. (2013). Executive Compensation: A Model of Disclosure Choice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(9/10): 1184–1220.
- Goh, L., Joos, P., & Soonawalla, K. (2016). Determinants and Valuation Implications of Compulsory Stock Option Disclosures in a Weak Regulatory Setting-The Case of France. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 27(1): 26–64.
- Gomez-Mejia, L.R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations. *Academy of Management Journal*, 46(2): 226–237.
- Hogan, B., & Jonas, G.A. (2016). The Association between Executive Pay Structure and the Transparency of Restatement Disclosures. *Accounting Horizons*, 30(3): 307–323.
- Hui, K.W., & Matsunaga, S.R. (2015). Are CEOs and CFOs Rewarded for Disclosure Quality? *Accounting Review*, 90(3): 1013–1047.
- Hyun, J.-H., Kim, B.-J., Kwon, S., & Shin, J.Y. (2014). The Effects of Corporate Governance, Competition, and Political Costs on Strategic Executive Pay Disclosure: Evidence from Korea. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2): 195–220.
- Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3): 831–880.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.

- Jensen, M.C., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98: 225-264.
- KPMG. (2014). Family matters: Financing family business growth through individual investors.
- Laksmana, I. (2008). Corporate Board Governance and Voluntary Disclosure of Executive Compensation Practices. *Contemporary Accounting Research*, 25(4): 1147–1182.
- Laksmana, I., Tietz, W., & Yang, Y.-W. (2012). Compensation discussion and analysis (CD&A): Readability and management obfuscation. *Journal of Accounting & Public Policy*, 31(2): 185–203.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H., & Cannella Jr., A.A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5): 829–858.
- Muslu, V. (2010). Executive Directors, Pay Disclosures, and Incentive Compensation in Large European Companies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(4): 569–605.
- Nagar, V., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting & Economics*, 34(1–3): 283–309.
- Rapport Viénot. (1995). Le conseil d'administration des sociétés cotées.
- Robinson, J.R., Yanfeng Xue, & Yong Yu. (2011). Determinants of Disclosure Noncompliance and the Effect of the SEC Review: Evidence from the 2006 Mandated Compensation Disclosure Regulations. *Accounting Review*, 86(4): 1415–1444.
- Sheu, H.-J., Chung, H., & Liu, C.-L. (2010). Comprehensive Disclosure of Compensation and Firm Value: The Case of Policy Reforms in an Emerging Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9/10): 1115–1144.
- Verrechia, R.E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5: 179–194.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2): 185–211.

Tableau 1
Les items du score de divulgation

Items	Pondération	% de sociétés divulgant
1. Plafonnement de la part variable		
Part variable plafonnée	1	85.47%
Part variable plafonnée en % du fixe	1	67.52%
2. Répartition part qualitative / quantitative		
Pondération entre bonus quantitatif et bonus qualitatif	1	55.56%
3. Information sur les critères		
Détail des critères quantitatifs	1	92.31%
Pondération des critères quantitatifs	1	66.67%
Détail des critères qualitatifs	2	34.19%
<i>Si non, précision d'une cause de confidentialité</i>	(1)	11.11%
Pondération des critères qualitatifs	1	11.97%
4. Objectifs chiffrés		
Objectifs chiffrés pour les critères quantitatifs	2	3.42%
<i>Si non, précision d'une cause de confidentialité</i>	(1)	28.21%
5. Réalisation des objectifs		
Information globale sur la réalisation des objectifs	1	62.39%
Information sur la réalisation des objectifs quantitatifs	1	41.03%
Information détaillée (par critère) sur la réalisation des objectifs quantitatifs	des 1	28.21%
Information sur la réalisation des objectifs qualitatifs	1	38.46%
Information détaillée (par critère) sur la réalisation des objectifs qualitatifs	des 1	5.98%
TOTAL	15	

Tableau 2 - Statistiques descriptives

Score de divulgation = Score obtenu entre 0 et 15 en fonction des items de divulgation ; DV Famille = Pourcentage de droits de vote détenus par la famille ; Famille_20 = 1 si la famille détient au moins 20% des droits de vote, 0 sinon ; Famille_10 = 1 si la famille détient au moins 10% des droits de vote, 0 sinon ; Famille_Influence = 1 si la famille détient au moins 10% des droits de vote ou si le CEO est membre de la famille ou si au moins un membre de la famille siège dans le conseil, 0 sinon ; CEO_Famille = 1 si le Directeur général est membre de la famille, 0 sinon ; CA_Indépendance = Pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil ; CA_Taille = Nombre d'administrateurs dans le conseil d'administration/ de surveillance ; CA_Réunions = Nombre de réunions du conseil au cours de l'exercice ; Institutionnel = 1 si le principal investisseur institutionnel détient au moins 5% des droits de vote, 0 sinon ; CEO_Tenure = Nombre d'années avec la fonction de Directeur Général ; ROA = résultat d'exploitation / actif total ; TSR = rentabilité boursière ; Quali = 1 si aucun critère qualitatif n'est prévu pour l'octroi de la rémunération variable, 0 sinon.

	Moyenne	Médiane	Ecart- type	Min	Max
Score de divulgation	6.70	6	3.53	0	14
DV Famille (%)	28.25	17.39	30.99	0	98.89
Famille_20	0.48	0	0.502	0	1
Famille_10	0.54	0	0.501	0	1
Famille_Influence	0.59	1	0.494	0	1
CEO_Famille	0.21	0	0.406	0	1
CA_Indépendance (%)	52.89	50	19.84	5	100
CA_Taille	12.08	12	3.08	5	20
CA_Réunions	8.26	8	3.31	2	27
Institutionnel	0.42	0	0.495	0	1
CEO_Tenure	7.62	6	5.10	0	39
Actif Total (M€)	20 205	8 661	19 654	86	189 274
ROA (%)	5.77	5.42	5.98	-19.64	32.74
TSR (%)	18.18	13.03	47.49	-67.84	322.42
Quali	0.19	0	0.392	0	1

Tableau 3 – Actionnariat familial, indépendance du conseil et score de divulgation (N=117)

La variable dépendante est le score de divulgation.

	Famille_20	Famille_10	Famille_Influence
	(1)	(2)	(3)
FAMILLE	-1.779***	-2.070***	-1.663**
	(-2.72)	(-3.28)	(-2.59)
CEO_Famille	-1.565**	-1.571**	-1.379*
	(-2.01)	(-2.05)	(-1.77)
CA_Indépendance	0.0285*	0.0291*	0.0354**
	(1.72)	(1.86)	(2.27)
CA_Taille	0.348***	0.378***	0.391***
	(3.21)	(3.54)	(3.58)
CA_Réunions	0.201**	0.207**	0.204**
	(2.32)	(2.43)	(2.34)
Institutionnel	-0.231	-0.300	-0.119
	(-0.41)	(-0.55)	(-0.22)
Log(CEO_Tenure)	0.216	0.475	0.296
	(0.28)	(0.62)	(0.38)
Log (Actif total)	0.181	0.180	0.215
	(0.31)	(0.32)	(0.37)
ROA	0.125**	0.121**	0.118**
	(2.56)	(2.52)	(2.39)
TSR	0.006	0.005	0.007
	(0.93)	(0.75)	(1.07)
Quali	-1.846***	-1.829***	-1.990***
	(-2.63)	(-2.66)	(-2.85)
Secteur_activité	oui	oui	oui
Constante	0.496	0.028	-0.848
	(0.12)	(0.01)	(-0.21)
R ² ajusté	45.01%	46.71%	44.64%
VIF max	6.00	6.00	6.01

*** significatif au seuil de 1% ; ** significatif au seuil de 5% ; * significatif au seuil de 10%