

# Les options sur actions : création de richesse pour les actionnaires ou enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires ?

Michel MAGNAN

*Université Concordia (Canada)*

*Classification JEL* : M14, M52, J33, J38, G34

*Correspondance* :

École de gestion John-Molson, Université Concordia  
1455, de Maisonneuve Ouest, Montréal, Québec Canada H3G 1M8  
Email : mmagnan@jmsb.concordia.ca

*Résumé* : Pour l'essentiel, l'argumentation sous-tendant l'utilisation des options met en avant leur rôle dans le rapprochement des intérêts des dirigeants et des actionnaires. Les premières études empiriques sur la question confortent cet argument en montrant un lien positif entre l'adoption de régimes d'options et la performance de l'entreprise. Toutefois, des constats plus récents remettent en cause plusieurs postulats sous-tendant l'efficacité présumée des options en raison, notamment, de la possibilité qu'ont les dirigeants de manipuler, directement ou indirectement, le cours boursier. Cette marge discrétionnaire qu'ont les dirigeants dans leurs communications avec les investisseurs semble avoir été utilisée aux dépens des actionnaires dans plusieurs cas. Enfin, nous présentons nos conclusions et recommandations.

*Mots clés* : options sur actions – rémunération – dirigeants – gouvernance – performance – *reporting*.

*Abstract* : The most often used rationale to justify the use of stock options is that they help align managerial interests with those of stockholders. Early results on the issue of stock options effectiveness were generally consistent with the view that stock options' use and adoption led to improvements in firm performance. However, most recent results cast a shadow on the validity of these findings. More specifically, there is emerging evidence that in many firms, managers used their discretionary power to manipulate disclosure and financial reporting to unduly manipulate their firm's stock price. Cases of companies that engaged into these unethical practices are reviewed and discussed. I conclude with some recommendations regarding the use and management of stock option plans.

*Key words* : stock options – executive compensation – governance – organizational performance – corporate disclosure and reporting.

Offrir des options sur actions (options) aux dirigeants est-ce un moyen efficace de les inciter à prendre des décisions qui accroissent la richesse des actionnaires ? Cette question est toujours d'actualité en dépit de la popularité de ce mode de rémunération et de nombreuses recherches. D'une part, plusieurs dirigeants, consultants ou membres de conseils d'administration soutiennent que les options constituent un outil essentiel d'incitation à l'amélioration de la performance organisationnelle, surtout grâce leur effet bénéfique sur le recrutement et la rétention de dirigeants de talent. D'autre part, plusieurs investisseurs institutionnels et commentateurs jugent abusifs les octrois d'options dans plusieurs entreprises. Plus précisément, ils considèrent que les options incitent plutôt les dirigeants à manipuler les états financiers dans le seul but de maximiser leurs gains personnels au détriment des actionnaires. Ajoutant à la confusion, les conclusions des recherches scientifiques sont partagées quant à l'efficacité des options en tant qu'outil de création de valeur. Or, de par l'importance des sommes en jeu et les conflits d'intérêts qu'elle suscite, la rémunération sous forme d'options interpelle les intervenants dans le processus de gouvernance des entreprises. Par conséquent, les paramètres traditionnels avec lesquels nous évaluons la compétence des conseils d'administration, les décisions des dirigeants ainsi que leur intégrité et leur éthique doivent être révisés.

Le but de cet article est de procéder à une analyse de l'efficacité des options dans une perspective de gouvernance. Notre commentaire s'appuiera sur les plus récentes recherches publiées sur la question, tout en considérant, en toile de fond, les attentes légitimes des investisseurs en matière d'éthique et de performance. Dans un premier temps, l'argumentation sous-tendant l'utilisation des options sera présentée. Dans un second temps, les arguments et constats plus récents, lesquels remettent en cause plusieurs postulats sous-tendant l'efficacité présumée des options, seront discutés. Par la suite, dans le but de rendre plus concrets nos commentaires, des cas récents d'entreprises où les options semblent avoir été associées à des scandales sont revus. Enfin, nous présentons nos conclusions ainsi qu'un certain nombre de recommandations.

## **1. Les options : une incitation à la performance organisationnelle**

L'argument clé mis en avant par les conseils d'administration, dirigeants et consultants pour justifier l'adoption d'un régime d'options est qu'il conduit les dirigeants à prendre des décisions qui favoriseront l'amélioration de la performance organisationnelle et, ultimement, la valeur boursière de l'entreprise. Desbrières et *al.* (2000) font une revue exhaustive de la littérature sur cette question et tirent une conclusion plutôt mitigée quant à l'impact positif des régimes d'options sur la performance boursière des entreprises. Toutefois, dans deux articles récents, Hanlon et *al.* (2003) et Shevlin et Rajgopal (2002) réévaluent cette question en utilisant des méthodologies plus sophistiquées et des données plus récentes. Il ressort de leurs résultats que les entreprises octroyant plus d'options à leurs dirigeants affichent un niveau d'investissement à long terme plus élevé ainsi qu'une meilleure performance boursière que les entreprises ayant moins recours aux options. Ces résultats sont corroborés par ceux d'une troisième étude réalisée par O'Byrne (2005). Ce dernier montre que les entreprises ayant des dirigeants qui bénéficient d'un important effet de levier généré par leurs portefeuilles d'options et d'actions affichent systématiquement une meilleure performance boursière.

## **2. Les options : une incitation à l'enrichissement personnel au détriment des actionnaires**

Si les résultats des études citées précédemment tendent à justifier l'utilisation importante des options, deux considérations nous amènent à une certaine prudence. Premièrement, les résultats présentés représentent des moyennes pour des échantillons relativement importants, essentiellement constitués d'entreprises américaines. Il peut être risqué de s'appuyer sur de tels résultats pour justifier l'adoption d'un régime d'options dans une entreprise spécifique évoluant dans des contextes particuliers de gouvernance et d'affaires. Deuxièmement, l'utilisation des options repose sur une hypothèse fondamentale, à savoir que la performance boursière d'une entreprise et, par conséquent, les gains réalisés par les dirigeants, ne sont sujets à manipulation que par la qualité de leurs décisions et de leur travail. En d'autres termes, si les diri-

geants s'enrichissent grâce aux options, ce n'est qu'une juste récompense pour leurs efforts, leurs décisions éclairées et leur bon travail. Or, à la lumière de faits récents, cette hypothèse doit être remise en question. Il semble que les dirigeants peuvent maximiser leurs gains sur options sans pour autant enrichir les actionnaires. En effet, bien que la cotation boursière elle-même ne soit pas directement manipulable par les dirigeants, ils peuvent néanmoins influencer les gains qu'ils tirent des options. Ils disposent de trois moyens :

- choix stratégiques en matière de *reporting* financier ou non-financier ;
- manipulations comptables ou financières ;
- antidatage des options.

### ***2.1. Choix stratégiques en matière de reporting***

Les dirigeants sont en mesure de réguler la teneur et le moment de divulgation de l'information communiquée aux marchés financiers par leur entreprise. Par exemple, à court terme, les informations contenues dans des communiqués de presse peuvent affecter la cotation boursière d'une entreprise. Ainsi, Yermack (1997) montre que l'annonce de l'octroi d'options aux dirigeants de sociétés américaines a souvent lieu quelque temps avant l'annonce de résultats financiers très favorables, lesquels se traduisent par une hausse significative du cours boursier de la société. Pour leur part, Aboody et Kasznik (2000) constatent que la rémunération sous forme d'options est associée à un comportement opportuniste de la part des dirigeants. En effet, ils montrent que les résultats prévisionnels publiés par la direction avant l'annonce de l'octroi d'options sur actions révèlent systématiquement un portrait moins favorable de l'entreprise que les prévisions émises à d'autres moments. La conséquence de ce comportement est de faire baisser la cotation boursière avant l'octroi, d'où un prix de levée plus bas, donc plus favorable aux dirigeants. Ces exemples illustrent la possibilité pour la direction d'une entreprise d'influencer à court terme la cotation boursière, une mesure de performance que l'on présume généralement neutre et sans biais.

## 2.2. Manipulations comptables ou financières

Un autre moyen indirect permettant à la direction d'une entreprise d'influencer la cotation boursière est le recours à des choix comptables ou financiers stratégiques ou, carrément, à des manipulations. D'une part, Baker et *al.* (2003) montrent que les entreprises avec des politiques d'octrois d'options généreuses affichent systématiquement un bénéfice plus faible au cours de la période précédant l'octroi. Elles atteignent ce but par des choix comptables discrétionnaires qui réduisent le bénéfice, notamment par les *accruals*.<sup>1</sup> Cette association est amplifiée lorsque les dirigeants ont la possibilité d'annoncer publiquement les résultats immédiatement avant l'octroi d'options. La résultante de cette pratique est de tenter d'abaisser la cotation boursière dans les périodes précédant les octrois d'options. D'autre part, Bartov et Mohanram (2004) montrent que les sociétés dont les dirigeants lèvent des options affichent des résultats supérieurs aux attentes des analystes financiers dans la période préalable à la levée. Toutefois, la période suivant la levée des options est caractérisée par des résultats systématiquement inférieurs aux attentes. Des analyses additionnelles révèlent que les résultats financiers sont manipulés par la direction afin d'augmenter, à court terme, la cotation boursière de l'entreprise et, ainsi, optimiser les gains à la levée des options.

D'autres études confirment que les directions d'entreprises rémunérées sous forme d'options agissent de manière opportuniste en matière de choix comptables et de divulgation d'informations financières, le but ultime visé étant d'influencer la cotation boursière soit au moment de l'octroi (à la baisse), soit à la levée (à la hausse) d'options (voir également Gao et Shrieves, 2002 ; Johnson et *al.*, 2003 ; Cheng et Warfield, 2005).

Dans une analyse des octrois d'options effectués par les grandes sociétés canadiennes, Cormier et *al.* (2006) révèlent également un comportement opportuniste de la part des dirigeants. L'étude est réalisée au cours de la période durant laquelle les octrois d'options ne sont pas constatés aux résultats. De plus, dans le contexte canadien, les conséquences fiscales des octrois d'options sont différentes de celles

---

<sup>1</sup> L'expression *accruals* fait référence à l'ensemble des choix comptables qui séparent la comptabilité de caisse de la comptabilité d'engagements (*accrual-based accounting*). Ces choix incluent, entre autres, la constatation des engagements envers les débiteurs, des créances des créditeurs, les dotations aux amortissements cumulés, les provisions pour impôts, etc.

constatées aux États-Unis. En effet, contrairement aux primes en espèces, les octrois d'options ne constituent pas une charge déductible pour les entreprises. Par contre, pour les dirigeants, la fiscalité des options est beaucoup plus favorable que celle des primes. Leurs résultats montrent que, dans la détermination des octrois d'options, les entreprises à actionnariat concentré viseront à la fois l'optimisation fiscale et l'atteinte de résultats cibles. Toutefois, lorsque les dirigeants ne sont pas soumis à la surveillance d'actionnaires forts, les entreprises auront tendance à leur octroyer des options sans égard aux conséquences fiscales : en d'autres termes, ces entreprises paieront plus d'impôts que si elles avaient fait le choix d'octroyer des primes.

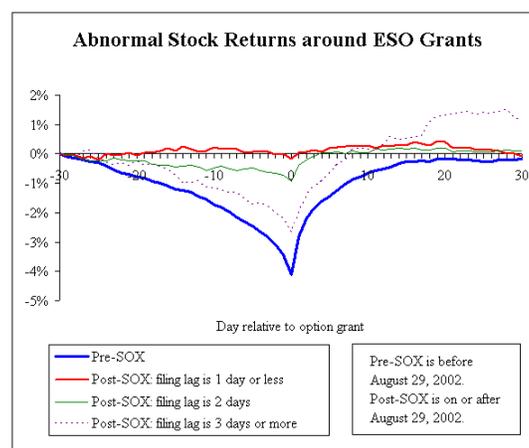
### 2.3. *Antidatage des options*

Outre la possibilité qu'ont les dirigeants d'influencer indirectement la cotation boursière, ils peuvent influencer sur le choix de la date de référence servant à la détermination du prix de levée de leurs options. Récemment, le *Wall Street Journal* (édition du 18 mars 2006) titrait en manchette que plusieurs dirigeants d'entreprises semblaient avoir bénéficié d'un prix de levée anormalement bas pour leurs options. Après enquête, le *Wall Street Journal* en arrivait à la conclusion que plusieurs entreprises attribuaient à des options un prix de levée correspondant à la cotation boursière la plus basse observée durant une période de temps immédiatement avant l'octroi. À titre d'exemple, si l'octroi avait lieu le 15 mars 2006, on établissait le prix de levée de l'option sur la base de la cotation boursière la plus basse observée dans le mois précédant cette date. Cette pratique d'antidatage (*backdating* en anglais) n'est pas nécessairement illégale dans la mesure où elle est communiquée aux actionnaires. Cependant, c'est rarement le cas. Ces reportages, et des études confirmant de telles pratiques (par exemple, Heron et Lie, 2006), ont amené l'autorité américaine de réglementation des marchés financiers, *Securities and Exchange Commission* (ou SEC), à enquêter. Ainsi, la société Apple est dans la ligne de mire de la SEC et devra peut-être redresser ses états financiers, l'avantage conféré aux dirigeants par des octrois d'options à prix de faveur devant être reflété dans les résultats. Selon Heron et Lie (2006), plus de 30 % des entreprises américaines ont eu recours à cette pratique au cours de la période 1995-2002 (pré-Sarbanes-Oxley). L'utilisation abusive de cette pratique a toutefois été fortement réduite suite à l'adoption de la loi

Sarbanes-Oxley, laquelle impose aux entreprises de communiquer dans les deux jours tout octroi d'options, réduisant ainsi la possibilité de fixer le prix de référence trop loin en arrière.

Cette pratique abusive expliquerait les rendements boursiers observés par plusieurs chercheurs autour des dates d'octroi des options. En effet, il résulte de l'antidatage que la direction d'une entreprise obtient un prix de levée anormalement bas, ce qui lui permet d'optimiser son gain potentiel sur ses options. En étudiant les rendements boursiers anormaux autour des dates d'octroi d'options au cours des dix dernières années, Heron et Lie (2006) observent qu'avant l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley par le Congrès américain, les entreprises octroyant des options affichaient un rendement boursier d'environ  $-4,5\%$  dans les 30 jours précédant l'octroi. Toutefois, dans les 20 jours suivant l'octroi, la cotation boursière rebondissait pour effacer complètement ce mauvais rendement. Par conséquent, à peine 20 jours après l'octroi, les dirigeants avaient déjà accumulé des gains potentiels importants sur leur portefeuille d'options. Par contre, la loi Sarbanes-Oxley a fortement limité la marge de manœuvre des dirigeants dans la détermination du prix de levée. On observe donc que les dates d'octroi d'options sont associées à des rendements boursiers anormaux nuls. Ainsi, la performance boursière d'une entreprise lors de l'octroi d'options est conforme aux attentes, ce qui laisse présager que l'antidatage a cessé. La figure 1, extraite de l'article publié par Lie et Heron (2006), résume leurs résultats.

**Figure 1** – Les résultats obtenus par Lie et Heron (2006)



### 3. Options et performance organisationnelle : le cas de Nortel

Le cas de la firme Nortel Networks permet de bien illustrer les aléas et risques associés à une rémunération importante sous forme d'options (voir Fogarty et *al.*, 2006, pour plus de détails).

Nortel Networks est l'équivalent canadien d'Alcatel ou d'Ericsson. Important équipementier de télécommunication, l'entreprise est le *leader* canadien en matière de R&D. En 1997, au terme d'une longue carrière au sein de l'organisation, John Roth en devient le PDG. Il est ingénieur et doté d'un sens du *marketing*. C'est donc l'homme tout désigné pour cette période. Coïncidence : 1997 marque également le début de la bulle technologique qui n'éclatera qu'en 2001. Nortel sera un joueur important de cette période. En juillet 2000, sa cotation boursière atteint un sommet de 140 dollars l'action, pour une capitalisation boursière de 400 milliards de dollars. Toutefois, en 2002, la capitalisation boursière de Nortel est à peine de trois à quatre milliards de dollars. En somme, les actionnaires de Nortel ont vu la valeur de leur investissement chuter de 99 % en moins de deux ans !

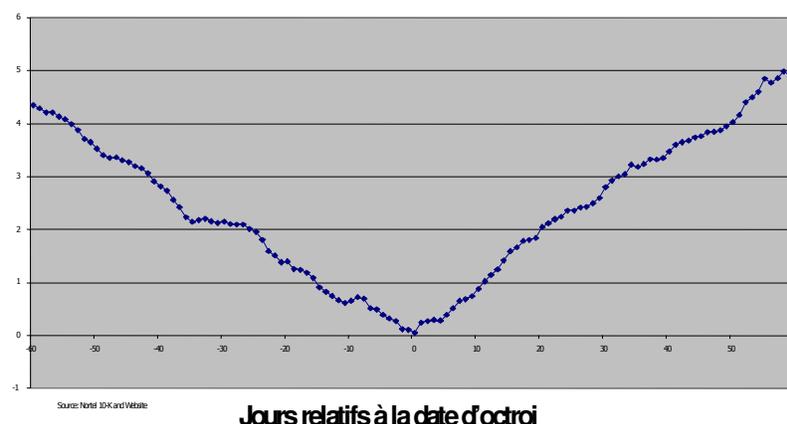
John Roth initie un changement fondamental dans la stratégie de l'entreprise en accroissant de manière spectaculaire l'utilisation des options pour la rémunération des employés et des dirigeants. Ainsi, John Roth se voit octroyer des options d'une valeur estimée à près de 60 millions de dollars US entre 1997 et 2000 alors que, pour l'ensemble des salariés, les octrois se chiffrent en milliards de dollars américains. Cette politique d'octrois massifs d'options change la culture de l'entreprise, car elle induit les salariés à se focaliser excessivement sur la cotation boursière, voire sur la spéculation. Comme conséquence directe de ces octrois massifs, en 2000, John Roth a encaissé pour plus de 135 millions de dollars US à la levée d'options, les quatre autres membres de l'équipe de direction encaissant pour leur part plus de 56 millions de dollars US. Il est préoccupant de constater que ces levées d'options massives ont lieu juste avant la chute de la cotation boursière de l'entreprise. Le fait que les dirigeants de l'entreprise aient encaissé des gains grâce à la levée d'options ne constitue pas en soi une preuve qu'ils aient eu l'intention de frauder. Toutefois, il faut reconnaître que leur choix de la date de levée s'avère étonnamment judicieux car se situant juste avant le début de la dégringolade du titre. De plus, certains faits révélés après coup nous amènent à soupçonner que la cotation

boursière ayant permis ces gains reposait sur des informations financières que la direction avait manipulées. Tout semblait permis pour faire croître la cotation boursière. Contrairement au postulat sous-tendant l'utilisation des options, on peut conclure aujourd'hui que la performance boursière ayant permis à John Roth d'encaisser des gains importants reposait sur une illusion nourrie par des manipulations, fraudes et autres comportements justifiant les symptômes décrits ci-dessus.

### 3.1. Choix stratégiques en matière de reporting

Dès l'arrivée de Roth, le nombre de communiqués de presse a été multiplié par quatre ou cinq, certains de ces communiqués ne contenant que des informations susceptibles d'encourager une spéculation accrue sur le titre de Nortel (par exemple, un projet de recherche relié à Internet, initiative en fibre optique). Or, l'émission de communiqués n'a pas lieu de façon aléatoire. À partir de statistiques compilées sur quinze octrois d'options, la fréquence des communiqués diminue considérablement avant l'octroi et se multiplie juste après. On peut penser qu'il s'agit de retarder l'annonce de bonnes nouvelles ou d'accélérer la publication de mauvaises nouvelles. Il est à noter que les dates d'octroi sont fixes, prévues un an à l'avance et associées aux réunions du conseil d'administration.

**Figure 2** – *Nombre cumulé de communiqués autour des dates d'octroi d'options*



### **3.2. Manipulations comptables ou financières**

En 2003, suite à l'arrivée de nouveaux membres au sein du conseil d'administration, les premiers doutes s'installent quant à la fiabilité des comptes de Nortel. En mai 2003, à la demande du conseil, une réévaluation complète des états financiers est amorcée. Cette démarche mènera en décembre 2003 au dépôt d'un rapport relatif à un premier redressement. En parallèle, le conseil d'administration mandate un cabinet d'avocats de New York ainsi qu'une firme de juricomptabilité (expertise pluridisciplinaire dans l'investigation et la documentation de fraudes, souvent dans le contexte d'un litige nécessitant des témoignages d'experts en cour). À l'automne 2003, dans le cadre de cette évaluation indépendante, une seconde réévaluation des états financiers est amorcée. Relativement mineur, le premier redressement porte principalement sur des ajustements de provisions et de charges à payer comptabilisées dans les états financiers 2002 et 2001. Le second redressement est beaucoup plus important et nécessite des ajustements des produits et charges d'exploitation. De fait, il a été découvert que les chiffres de l'exercice 2000 incluaient trois milliards de dollars US de ventes totalement fictives, soit 10 % du chiffre d'affaires. Ces ventes auraient dû être comptabilisées en 2001, 2002 et 2003. Les résultats de 2000 ont donc été gonflés de près de 1,5 milliard de dollars US (en supposant une marge bénéficiaire de 50 %) ! Il apparaît donc que Nortel avait adopté une comptabilité très imaginative. De plus, le rapport d'évaluation indique que les normes comptables appropriées ont été plusieurs fois transgressées au cours de la période 1997-2002.

### **3.3. Antidatage des options**

Une analyse de la performance boursière de Nortel entourant les dates annoncées d'octrois d'options révèle une image cohérente avec une pratique d'antidatage (voir figure 1). En effet, au cours de la période de 30 jours précédant les octrois d'options entre 1997 et 2001, le titre de Nortel affiche une sous-performance systématique de -8 %. Or, cette sous-performance disparaît dans les 20 jours suivant l'octroi. En d'autres termes, le prix de levée des options octroyées aux dirigeants de Nortel semble avoir été systématiquement fixé à la cotation boursière la plus basse dans la période de 50 jours entourant l'octroi. Il serait étonnant qu'une telle pratique soit uniquement le fruit du hasard.

#### **4. Options et performance : le rôle d'une bonne gouvernance**

Les études citées plus haut ainsi que l'exemple de Nortel interpellent les investisseurs, les membres de conseils d'administration et les organismes de réglementation quant aux risques encourus par une utilisation non balisée des options dans la rémunération des dirigeants. Ces risques tiennent essentiellement au fait que la mesure de performance sur laquelle repose ce mode de rémunération, c'est-à-dire la cotation boursière d'une entreprise, peut être influencée de manière artificielle par les agissements des dirigeants. Dans ce contexte, la performance boursière ne reflètera pas fidèlement la performance économique de l'entreprise, et les gains encaissés par les dirigeants se feront aux dépens des actionnaires. Les scandales récents entourant les levées d'options chez EADS ainsi que chez Vinci, ainsi que les départs précipités des principaux dirigeants impliqués, montrent que ces risques existent également en Europe.

Est-ce une raison pour bannir l'utilisation des options ? À notre avis, les faits cités jusqu'à présent nous portent à faire un certain nombre de constats importants. Premièrement, pour une somme dérisoire, la plupart des gens ni ne voleront ni ne mentiront. En revanche, pour une somme aussi importante que cent millions d'euros, certains seront tentés de tricher ! L'expérience nous montre aujourd'hui que la plus-value potentielle rattachée aux options peut entraîner des comportements non éthiques, voire carrément illégaux. Deuxièmement, il peut y avoir trop d'incitations à la performance. Des pratiques de rémunérations agressives basées sur l'atteinte d'objectifs de performance peuvent corrompre la culture organisationnelle et les valeurs individuelles. Le rapport d'enquête portant sur la société Nortel fait d'ailleurs état d'une culture organisationnelle, initiée par la direction, obsédée par l'atteinte de résultats cibles à court terme sans considération de la rigueur des choix comptables les sous-tendant. Troisièmement, dans un contexte où les directions d'entreprises détiennent un avantage informationnel par rapport aux actionnaires et autres investisseurs, elles peuvent influencer à court terme la cotation boursière d'une entreprise à leur avantage mais au détriment de ces derniers. Enfin, les frontières entre ce qui est considéré comme éthique ou non éthique, légal ou illégal, sont plutôt floues : des dirigeants peuvent s'enrichir en vertu d'un régime de rémunération légal tout en manipulant les résultats financiers

de manière légale également. Toutefois, est-ce un comportement éthique ou est-ce dans l'intérêt des actionnaires ?

À partir de ces constats, nous avançons les recommandations suivantes. Les *organismes de réglementation*, tant des marchés financiers que comptables, doivent rendre tout le processus d'octroi et de levée des options transparent et non ambigu. À cet égard, l'impact de la mesure contenue dans la loi Sarbanes-Oxley en ce qui a trait au délai de communication des octrois d'options est révélateur : forcer la divulgation rapide a pratiquement réduit à zéro la possibilité de gain illégitime pour les dirigeants. Les organismes de réglementation des marchés financiers à l'échelle internationale devraient s'inspirer de ces dispositions de la loi américaine. De la même manière, la mesure et la constatation des octrois d'options dans les états financiers des entreprises permettent désormais aux actionnaires et aux administrateurs de mieux saisir l'ampleur du phénomène et d'en apprécier la portée. Toutefois, les normes laissent encore une large marge de manœuvre aux dirigeants dans l'évaluation de l'ampleur monétaire des octrois d'options, notamment quant aux hypothèses requises dans le processus d'évaluation des options : des repères plus rigoureux seront sans doute nécessaires dans le futur pour rendre les données comparables entre entreprises et dans le temps. De plus, les organismes de réglementation doivent élargir la portée de leur réglementation quant aux informations communiquées aux investisseurs, notamment en ce qui a trait aux résultats non conformes aux normes comptables, aux prévisions, aux informations non financières.

Les *conseils d'administration* doivent jouer un rôle actif dans le suivi de la stratégie de divulgation des entreprises. Les scandales financiers des dernières années ont renforcé le pouvoir du comité d'audit. Cependant, le rôle de ce comité se limite souvent aux états financiers et aux données financières. Or, toute information communiquée (ou non communiquée) aux marchés boursiers par une direction d'entreprise peut avoir une influence sur la cotation boursière et, ainsi, léser les investisseurs ou avantager indûment les dirigeants. De la même manière, les règles du jeu en matière d'octroi et de levée d'options doivent être claires, précises et contrôlées : en l'absence de repères clairs, un comportement opportuniste de la part de la direction donnera une impression négative au sein de l'organisation et aux investisseurs. Enfin, le conseil devra avoir une vision critique vis-à-vis des informations et chiffres communiqués par la direction et, plus particulièrement, à

l'égard des hypothèses sous-jacentes. Le cas de la société Nortel, ainsi que plusieurs autres, révèlent que des chiffres présentés aux investisseurs reposaient sur des données ou des hypothèses irréalistes ou incongrues. Pour assumer efficacement ces rôles, le conseil et les comités qui le composent devront faire appel à plus d'administrateurs choisis en fonction de leur expertise et de leurs compétences et moins d'administrateurs choisis uniquement sur la base de contacts.

Les *auditeurs* doivent bien comprendre les modèles d'affaires de leurs clients ainsi que la dynamique informationnelle des marchés financiers. La complexité grandissante des opérations tant financières que commerciales, menées par plusieurs grandes entreprises met durablement à l'épreuve les connaissances des auditeurs et offre aux directions d'entreprises peu scrupuleuses des opportunités de manipulation et d'enrichissement inappropriées. À cet égard, la formation en finance d'entreprise et en gestion des experts-comptables impliqués en audit doit être rendue plus exigeante pour protéger les investisseurs (à cet égard, voir Cormier et Magnan, 2005). En outre, les auditeurs doivent bien saisir les fondements de la valorisation boursière des entreprises et réaliser que des informations autres que le résultat net peuvent avoir un impact majeur sur la cotation boursière d'une entreprise.

Doit-on bannir l'utilisation des options ? À notre avis, l'utilisation des options peut être bénéfique à une entreprise si la gestion des octrois est supervisée de manière attentive par le conseil d'administration et les organismes de réglementation et si le but visé est très spécifique (par exemple, le recrutement ou la rétention de ressources humaines spécialisées ou rares). Ces circonstances se retrouvent fréquemment dans les sociétés en démarrage. Pour de plus grandes entreprises évoluant dans des marchés mieux établis, la démonstration de l'efficacité des options vis-à-vis d'autres modes de rémunération alternatifs reste à faire. L'histoire des dernières années en matière d'options n'est pas sans nous rappeler la fable de l'apprenti-sorcier qui, s'étant approprié de nouveaux pouvoirs, en perdit le contrôle. Le film de Walt Disney avec la souris Mickey en vedette vous viendra sans doute à l'esprit. Au cours des dernières années, plusieurs conseils d'administration ont joué ce rôle avec les résultats que l'on connaît.

## Bibliographie

- Aboody D. et Kasznik R. (2000), « CEO Option Awards and Voluntary Corporate Disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, p. 73-100.
- Baker T., Collins D. et Reitenga A. (2003), « Option Compensation and Earnings Management Incentives », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 18, n° 4, p. 557-592.
- Bartov E. et Mohanram P. (2004), « Private Information, Earnings Manipulations, and Executive-Options Exercises », *The Accounting Review*, vol. 79, n° 4, p. 889-920.
- Cheng Q. et Warfield T. (2005), « Equity Incentives and Earnings Management », *The Accounting Review*, vol. 80, n° 2, p. 441-476.
- Cormier D. et Magnan M. (2005), « From Accounting to Forecounting », *Canadian Accounting Perspective*, vol. 4, n° 2, p. 243-256.
- Cormier D., Landry S. et Magnan M. (2006), « Gestion du résultat ou optimisation fiscale ? Évaluation des octrois d'options d'achat d'actions selon le contexte de gouvernance par les actionnaires », *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, sous presse.
- Desbrières P., Magnan M. et St-Onge S. (2000), « Les plans d'option sur actions : théorie et pratique », in J.M. Peretti et P. Roussel (Éds), *Les rémunérations, politiques et pratiques pour les années 2000*, Vuibert.
- Fogarty T., Magnan M., Markarian G. et Bohdjalian S. (2006), « Inside Agency : The Rise And Fall Of Nortel », Cahier de recherche, Université Concordia.
- Gao P. et Shrieves R. (2002), « Earnings Management and Executive Compensation : A Case of Overdose of Options and Underdose of Salary », Cahier de recherche, University of Tennessee.
- Hanlon M., Shevlin T. et Rajgopal S. (2003), « Are Executive Options Associated with Future Earnings ? », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, n° 1, p. 3-43.
- Heron R.A. et Lie E. (2006), « Does Backdating Explain the Price Pattern around Executive Option Grants ? », *Journal of Financial Economics*, sous presse.
- Johnson S., Ryan H., et Tian Y. (2003), « Executive Compensation and Corporate Fraud », Cahier de recherche, Louisiana State University.

O'Byrne S.F. (2005), « Top Management Incentives and Corporate Performance », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, n° 4, p. 105-114.

Rajgopal S. et Shevlin T. (2002), « Empirical Evidence on the Relation Between Option Compensation and Risk Taking », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, n° 1, p. 145-171.

Yermack D. (1997), « Good Timing : CEO Option Awards and Company News Announcements », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 449-477.