

MOTIFS ET CONSEQUENCES DE L'ADOPTION DES STOCK-OPTIONS

Philippe Desbrières

Professeur à l'IAE Dijon
Université de Bourgogne

Résumé

Cet article présente les justifications théoriques de l'utilisation des stock-options par les firmes et du comportement de leurs bénéficiaires, ainsi que les résultats d'études empiriques venant les étayer ou les réfuter. Il met en évidence les caractéristiques spécifiques (niveaux du prix d'exercice, de la diffusion des options...) des plans adoptés en France dans chaque contexte de référence (mise en place d'un contrat incitatif destiné aux managers, attribution d'une rémunération financièrement et fiscalement avantageuse). De nombreux travaux empiriques montrent que les stock-options peuvent contribuer à orienter le comportement des managers de manière à créer davantage de richesse actionnariale.

Mots-Clés

Stock-options, rémunération, incitation, performance

Abstract

This paper presents theoretical arguments and empirical results that help to understand why firms use stock-option plans as well as the behavior of the managers involved. It shows specific features (levels of the exercise price and of the diffusion of options...) of French stock-options plans in two contexts (adoption of an incentive performance-based compensation for managers, choice of a less costly compensation mechanism). A lot of empirical studies show that stock-option plans contribute to encourage managers to create more shareholder value.

Keywords

Stock-options, compensation, incentive, performance

Les plans d'options sur actions (POA) font partie des systèmes de participation financière généralement mis en œuvre dans les firmes afin de stimuler les efforts de leurs bénéficiaires grâce aux avantages pécuniaires qui leur sont attachés. Leur mécanisme de base est le suivant. Les dirigeants et les salariés concernés (les cadres le plus souvent) se voient offrir par les actionnaires la possibilité de souscrire ou d'acheter des actions de leur propre entreprise, à un prix fixé une fois pour toutes et cela dans un certain délai (généralement 5 ans). Ainsi, en cas de hausse du titre pendant la période du plan, le bénéficiaire a la possibilité d'acquérir ces actions à un prix inférieur à leur valeur du moment. Ce système est d'autant plus intéressant que ce gain peut bénéficier d'un traitement fiscal favorable.

Par delà les questions relatives à leur efficacité, les POA se trouvent au cœur d'une polémique concernant, d'une part, le bien-fondé de leur attribution aux dirigeants et aux cadres concernés et, d'autre part, leurs multiples implications fiscales et sociales.

Les entreprises adoptant un plan d'options sur actions poursuivent généralement deux objectifs. Premièrement, chercher à stimuler les efforts des dirigeants et des cadres de la firme et à les intéresser à ses résultats et à son expansion. Il s'agit là de recourir à un mécanisme favorisant l'alignement des intérêts de ces mandataires sur celui des actionnaires. Deuxièmement, adopter un mode de rémunération financièrement et fiscalement avantageux : l'avantage pécuniaire octroyé aux bénéficiaires n'obère pas la capacité bénéficiaire de la firme et, sous certaines conditions, ne subit pas les cotisations sociales ni les taxes et participations qui auraient été dues s'il avait été attribué sous forme de sursalaires. Selon le cas, le POA permettra aux bénéficiaires d'acquérir une part plus ou moins importante du capital et la détention de cette participation sera plus ou moins durable.

La première section de cet article montre dans quelle mesure ces deux objectifs sont contradictoires et décrit les spécificité des plans d'options susceptibles d'être utilisés par les firmes dans chacun de ces contextes. La seconde section présente les stratégies d'acquisition et de cession des titres pouvant être adoptées par les bénéficiaires du plan. Une dernière section est consacrée à une revue des travaux empiriques dont l'objectif est de montrer dans quelle mesure l'adoption de POA favorise la prise de décisions visant à créer davantage de richesse pour les actionnaires¹.

1. L'utilisation des plans d'options sur actions par les entreprises

Toutes les sociétés par actions peuvent adopter un POA, qu'elles soient cotées ou non en bourse. L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires autorise le conseil d'administration ou le directoire à consentir ce POA et en choisit les modalités de réalisation. Elle fixe le délai pendant lequel les options peuvent être exercées et peut limiter à certains membres du personnel, le plus souvent les dirigeants sociaux² et les cadres, la possibilité de bénéficier de ces options. L'assemblée des actionnaires peut aussi fixer, au niveau désiré et dans la limite de 10 % du capital social, le montant

¹. Cet article synthétise nos travaux réalisés sur les *stock options*. Le lecteur désireux d'obtenir des références bibliographiques ou d'approfondir tout point traité ici peut se reporter utilement à P. Desbrières (1991, 1997a).

². Président-directeur général, directeurs généraux, membres du directoire, gérants.

des plafonds individuels sachant que, quel que soit le nombre de plans en cours, les options consenties et non encore levées ne peuvent légalement donner droit à un nombre d'actions excédant le tiers du capital social.

Le POA peut être constitué d'options de souscription (qui entraîneront une augmentation de capital) ou d'options d'achat d'actions (lorsque la société a procédé à un rachat préalable d'actions existantes). Les POA peuvent aussi porter sur des certificats d'investissement.

Le plan d'options de souscription d'actions doit être ouvert moins de cinq ans après l'autorisation donnée par l'assemblée des actionnaires. Le prix de souscription est fixé au jour où les options sont émises. Lorsque la société est cotée, une réduction de prix peut être octroyée aux bénéficiaires du plan dans la limite de 20 % de la moyenne des cours cotés durant les vingt séances de bourse précédant ce jour.

Les options d'achat d'actions doivent obligatoirement être consenties attribuées dans un délai maximal d'un an à compter de l'acquisition des titres par la société. Ce rachat préalable ne peut concerner plus de 10 % du total de ses actions, en tenant compte des actions déjà détenues par celle-ci au titre de la participation des salariés ou au titre de la régularisation des cours. Si l'entreprise est cotée en bourse, les bénéficiaires du POA peuvent obtenir une réduction du prix d'achat ne pouvant excéder ni 20 % du cours moyen de rachat des actions, ni 20 % de la moyenne des cours cotés lors des vingt séances de bourse précédant le jour où le plan est adopté.

Lorsque le plan d'options est lancé par une société non cotée, le prix de souscription ou d'achat des actions doit être déterminé sur la base d'une méthode d'évaluation librement choisie par la société³, sans qu'aucune réduction de prix ne puisse être pratiquée.

Le prix d'exercice ne doit pas être modifié pendant la durée de l'option. Toutefois, lorsque des opérations sur le capital⁴ ayant des répercussions sur la valeur du titre sont réalisées durant cette période, le conseil d'administration (ou le directoire) peut procéder à l'ajustement du nombre et du prix des actions comprises dans le plan.

Les caractéristiques générales des *stock-options* étant présentées, nous pouvons exposer dans cette section les arguments théoriques qui soutiennent les deux principales motivations pouvant conduire les firmes à adopter un POA :

- intéresser les bénéficiaires à la performance financière de la firme ;
- offrir une rémunération marginale à tout ou partie du personnel en bénéficiant d'un régime fiscal plus avantageux que l'attribution d'une prime sur objectif ayant un caractère de salaire et qui soit financièrement moins coûteuse.

³. Il est nécessaire que la méthode d'évaluation retenue soit définitive et que la valeur obtenue soit contrôlée par le commissaire aux comptes et publiée régulièrement (les bénéficiaires du POA ayant besoin de cette information pour éventuellement réviser leur stratégie d'exercice des options).

⁴. Il s'agit des augmentations de capital, émissions d'obligations, distributions de réserves, réductions de capital sous forme de réduction du nombre d'actions et des fusions.

1.1. L'intéressement à la performance financière de la firme

Dans les firmes managériales, la séparation entre la fonction de propriété (assumée par les actionnaires) et la fonction de décision (confiée aux dirigeants) est une illustration de la relation qui lie un mandant (ou principal) et un mandataire (ou agent), et qui est connue sous le terme de relation d'agence. Le principal requiert de l'agent qu'il agisse pour son compte et au mieux de ses intérêts, ce qui implique une délégation de pouvoir de décision au mandataire. En échange des services rendus ou susceptibles de l'être, il lui offre une rémunération. De son côté, l'agent s'engage à prendre des décisions qui vont dans le sens des intérêts du principal.

Cette relation d'agence devient conflictuelle en cas de divergence d'intérêts entre le principal et l'agent, et d'imparfaite observabilité des coûts d'établissement et d'exécution des contrats. Dans la relation contractuelle qui lie les dirigeants aux actionnaires de la firme, il apparaît évident que ces derniers "... sont dans l'impossibilité de prévoir toutes les situations qui peuvent survenir par suite du caractère incertain de l'environnement. Par ailleurs, les tâches managériales sont si complexes qu'aucun contrat ne peut spécifier préalablement et précisément, l'ensemble des obligations des dirigeants et qu'aucun système de mesure de performance ne peut permettre d'évaluer sans ambiguïté les efforts fournis, en éliminant en particulier les effets qui résultent de l'environnement" (Charreaux, 1987). En conséquence, si les individus ont un comportement rationnel et maximisent leur propre utilité⁵, il naîtra inévitablement des conflits entre les deux parties.

La théorie de l'agence fait traditionnellement référence à trois sources principales de conflits entre dirigeants et actionnaires : (1) la moindre diversification du patrimoine (capital humain et financier) des premiers qui peut les inciter à sous-investir (en volume comme en niveau de risque) et à privilégier les financements propres à l'endettement ; (2) les divergences d'horizon d'investissement pouvant conduire les dirigeants à ajuster leurs décisions stratégiques et financières en fonction de leur durée de présence probable à la tête de l'entreprise ; (3) les prélèvements effectués par ces derniers au détriment de la richesse des actionnaires. De nombreux mécanismes permettent de limiter les sources de conflits entre propriétaires de l'entreprise et dirigeants. La convergence des intérêts est théoriquement assurée par le système de contrôle du comportement des dirigeants, ou système de gouvernance de la firme, qui comporte des mécanismes externes à l'entreprise (marché des biens et services ; marché des prises de contrôle ; marché des sources de financement ; marché du travail des dirigeants ; environnement légal politique et réglementaire) qui interagissent avec des mécanismes internes (contrôle exercé par les actionnaires ; surveillance mutuelle entre dirigeants ; mise en place de rémunérations incitatives et contrôle *ex post* par le conseil d'administration...)⁶.

⁵. La théorie de l'agence repose sur l'hypothèse selon laquelle les individus, qui ont une aversion pour le risque et l'effort, sont capables d'anticiper, rationnellement et sans biais, l'incidence des relations d'agence sur la valeur future de leur patrimoine.

⁶. Le lecteur trouvera sur ce vaste domaine une synthèse de la littérature en langue française et des travaux empiriques spécifiques à la France dans l'ouvrage collectif édité par Charreaux (1997).

On peut décliner cette relation d'agence au niveau des différentes catégories de mandataires salariés (cadres supérieurs...). Les conflits pouvant les opposer aux actionnaires proviennent aussi du caractère incomplet des contrats et de la propension qu'ont ces derniers à privilégier leur propre intérêt. Afin de compenser le caractère non diversifiable de l'investissement de leur capital humain, les salariés sont susceptibles d'adopter des comportements nuisibles aux intérêts des actionnaires (réduction des efforts individuels, absentéisme..., conduisant notamment à des pertes de qualité, de productivité et de rentabilité de la firme). Les conflits opposant les actionnaires aux salariés non dirigeants peuvent être résolus plus facilement, notamment en instaurant des systèmes de contrôle de gestion (incluant des mécanismes de sanction et de récompense) et des procédures d'audit, ainsi que toute forme de participation à la prise de décision et de participation financière⁷. Ces mécanismes régulateurs sont complémentaires. Certains contraignent ou incitent les salariés à adopter un comportement (actif ou passif) conforme aux intérêts des actionnaires. D'autres sanctionnent leurs comportements opportunistes.

Ainsi, la relation entre les actionnaires d'une firme et leurs principaux mandataires, les *managers* (dirigeants, cadres supérieurs...), est d'autant plus complexe et potentiellement conflictuelle et coûteuse⁸ que la séparation fonctionnelle entre propriété et décision est prononcée et, par conséquent, que le niveau de la décision déléguée est élevé.

Dans ce contexte, le POA a pour finalité de contribuer à la réduction, voire à la résolution, des conflits d'intérêt entre les actionnaires et les *managers*. L'entreprise est sous-évaluée du point de vue des premiers car une meilleure productivité managériale est possible. Selon la théorie de l'agence, compte tenu de leur caractère incitatif, les différentes formules d'actionnariat sont *a priori* particulièrement efficaces pour résoudre les conflits inhérents à la séparation propriété-décision⁹. Plus spécifiquement, on trouve plusieurs travaux théoriques formalisés sur le rôle incitatif des *stock-options* dans le cadre de la relation d'agence existant entre actionnaires et *managers*. Ils permettent d'une part, de réguler les conflits induits par le financement externe dans le contexte de Jensen et Meckling (1976)¹⁰. D'autre part, ils ont un effet régulateur au niveau des conflits sur l'horizon, le volume et le risque des projets d'investissement¹¹. Au total, la mise en place de POA devrait conduire à un accroissement de la richesse des actionnaires.

⁷. Dans ce contexte, les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont supposés confondus, les premiers déléguant aux seconds la mise en place et la gestion de ces mécanismes.

⁸. L'existence de ces conflits et leur résolution provoquent des coûts qui, selon Jensen et Meckling (1976), se répartissent en trois catégories : les coûts de contrôle ou de surveillance, qui sont les frais engagés par le principal pour tenter de limiter le comportement opportuniste de l'agent ; les coûts d'obligation ou de dédouanement, qui sont les coûts engagés par l'agent pour convaincre le principal qu'il oeuvre au mieux de ses intérêts ; les coûts résiduels, qui correspondent à la perte d'utilité subie par l'une ou l'autre des parties par suite de leurs divergences d'intérêts.

⁹. Pour une présentation du rôle des formules d'actionnariat dans ce contexte, lire Desbrières (1997b).

¹⁰. Cf. Haugen et Senbet (1981).

¹¹. Se reporter aux travaux de Eaton et Rosen (1983), de Holstrom et Ricard i Costa (1986), de Lambert, Larcker et Verrechia (1991), de Hirshleifer et Suh (1992) et de John et John (1993).

Le POA "incitatif" devrait être très sélectif, en d'autres termes être destiné aux décideurs participant le plus au processus de création de valeur, et établi selon des modalités permettant d'inciter les *managers* concernés à faire croître la valeur actionnariale de la firme qu'ils gèrent.

Pour que le caractère incitatif du POA soit durable, le prix d'exercice des options doit constituer un objectif à terme à la fois ambitieux pour assurer un accroissement satisfaisant de la richesse des actionnaires et réaliste pour pouvoir être dépassé et offrir le gain recherché aux *managers*. Aussi est-il nécessaire que le prix d'exercice soit fixé à un niveau significativement supérieur à la valeur actuelle de l'action sous-jacente (les POA des firmes cotées ne devraient pas ainsi offrir de réduction de prix) et que les bénéficiaires soient associés à la détermination du prix d'exercice. Ce dernier point conditionne l'adhésion des *managers* à cet objectif et favorise la réduction de l'asymétrie informationnelle concernant leurs anticipations sur les *cash-flows* futurs, donc sur la valeur des actions de la firme¹². Lorsque la firme est cotée, cette révélation d'information privée favorable devrait renforcer la réaction positive du marché boursier à l'annonce de l'adoption du POA. De plus, pour éviter que la valeur des *stock-options* ne soit fondamentalement conditionnée par des facteurs non contrôlés par les *managers* (i.e., les données macro-économiques et sectorielles), il est souhaitable que leur prix d'exercice soit fixé par référence à un indicateur de marché (indice sectoriel par exemple) et soit régulièrement ajusté, à la hausse comme à la baisse, à partir du moment où l'évolution de ce dernier est jugée significative. Dans le cadre de la mise en place d'un contrat incitatif, cette pratique a l'avantage, du point de vue des actionnaires, de davantage aligner cette partie de la rémunération des *managers* sur la performance boursière anormale ou spécifique de la firme (c'est-à-dire, hors évolution du marché). Elle est aussi intéressante du point de vue des bénéficiaires du POA, qui ne seront pas sanctionnés en cas d'évolution défavorable du marché boursier indépendante de la qualité de leur gestion et de la situation particulière de l'entreprise¹³.

On pourrait aussi envisager le cas où la firme, décidant d'octroyer une réduction de prix d'achat ou de souscription des actions à des *managers* particulièrement méritants sans pour autant sacrifier le contrat incitatif qu'elle veut mettre en place avec ces derniers, conjuguerait l'application d'une décote avec l'obligation de conserver les *stock-options* pendant une période de plusieurs années avant de pouvoir les exercer. Conformément à l'analyse de Kahneman et Tversky (1979), on peut cependant penser *a priori* que cette pratique sera moins efficace que la précédente, en d'autres termes que les

¹². Cette dimension de la problématique pour les firmes cotées a été plus particulièrement développée par Desbrières (1997a) et dans une autre optique, par de la Bruslerie et Deffains-Crapsky (1999). Il semblerait que le partage de l'information privée détenue par les *managers* ne soit pas total : Yermack (1997) a observé que ces derniers recevaient souvent des *stock-options* juste avant l'annonce par la firme de "bonnes nouvelles" produisant un accroissement significatif du cours ayant servi de référence pour la fixation du prix d'exercice. Dans ce contexte, le POA peut devenir une source de conflit entre les *managers* et les actionnaires, ce qui est contraire à l'effet recherché.

¹³. Pour plus de détails sur ce point débattu actuellement, lire Bernhardt (1999) et Akhigbe, Madura et Tucker (1996).

bénéficiaires du POA auront tendance à prendre des décisions plus prudentes ou conservatrices, la probabilité de réaliser un gain étant déjà très élevée.

Enfin, l'incitation due au mécanisme d'option peut être complétée par un intéressement au capital, lorsque les bénéficiaires du POA demeurent actionnaires une fois leurs droits exercés ou bien lorsque les actionnaires imposent une clause d'incessibilité des actions acquises pendant une période pouvant aller jusqu'à trois ans après l'exercice de l'option¹⁴. Cette dernière clause n'est pas a priori nécessaire dans les sociétés non cotées, l'inexistence d'un marché secondaire liquide des titres nuisant, à moins d'une introduction en bourse programmée en fin de vie du POA, à la cession libre et rapide des titres acquis du fait de l'exercice des options.

La quantité et la valeur des options à attribuer devrait être fonction du niveau hiérarchique du bénéficiaire (qui reflète le niveau de décision déléguée et donc l'importance des conflits potentiels avec les actionnaires externes), du nombre d'individus concernés et de leur capacité individuelle d'investissement. L'important est en effet de leur offrir une rétribution dépendant de la performance financière de la firme qu'ils gèrent, qui soit significative par rapport à leur rémunération de base et à leur fortune initiale et qui soit suffisamment incitative. En dehors des cas de transmission d'entreprise¹⁵, l'exercice à terme des options ne devrait pas modifier notablement la structure de propriété. Le type de POA (souscription ou achat d'actions) devrait être conditionné par les besoins de financement propre externe de la firme, par la nécessité/possibilité de concentrer l'actionnariat actuel, par les plafonnements légaux (la firme ne peut racheter plus de 10 % de ses propres actions)¹⁶...

On peut vérifier le caractère incitatif des POA en observant l'évolution du comportement des *managers*. Ceux-ci devraient en effet réaliser plus d'investissements (en nombre et en taille) et réduire significativement leurs prélèvements non pécuniaires. Le risque d'exploitation, *via* le risque des investissements, ainsi que le risque financier, *via* un recours plus important à l'emprunt, devraient être supérieurs à leur niveau observé avant l'adoption du plan. Cette incitation devrait jouer dès l'attribution des options (la valeur de celles-ci étant d'autant plus grande que les actions sont risquées et leur

¹⁴. Cette clause doit toutefois être utilisée avec prudence. En effet, en concentrant leur investissement financier et humain dans la firme, les dirigeants subissent une perte d'utilité d'autant plus grande que la valeur d'exercice des actions représente une part importante de leur fortune personnelle. Si la clause d'incessibilité les dissuadait d'exercer leurs options, le POA perdrait tout pouvoir incitatif et serait un échec.

¹⁵. Le mécanisme des *stock-options* peut en effet s'avérer très précieux en cas de reprise d'une firme par ses *managers*. Les mandataires sociaux non dirigeants (administrateurs, membres du conseil de surveillance) peuvent aussi participer à un POA s'ils cumulent leurs fonctions avec un contrat de travail qui leur confère la qualité de salarié de la société ou s'ils participent avec des salariés à la création d'une société ou à sa reprise par voie de rachat de la majorité des droits de vote. De plus, la contrainte liée au seuil individuel de 10 % a été considérablement allégée puisqu'en cas de création, de reprise et de transmission d'entreprise, ce plafond individuel est porté au tiers du capital social. Ces dispositions permettent ainsi aux dirigeants et aux cadres repreneurs de mobiliser davantage de *stock-options* que dans les conditions de droit commun pour atteindre le taux de participation désiré, et de pouvoir compter sur celles des mandataires sociaux de la firme en cas de besoin.

¹⁶. Un autre élément peut influencer ce choix : lors de la levée des options d'achat d'actions, l'entreprise bénéficie d'une plus-value de cession puisque, dans le cadre de notre raisonnement, le prix d'exercice est fixé à un niveau supérieur à la valeur de rachat des actions, ce dernier intervenant généralement juste avant l'adoption du POA.

maturité éloignée) et se trouver renforcée par l'intéressement sur le capital que représente l'acquisition des actions.

Cependant, la mise en place du POA est susceptible de créer ou d'exacerber différents conflits d'intérêt entre les dirigeants et cadres bénéficiaires (actionnaires internes potentiels) et les actionnaires externes, qui seront d'autant plus importants que la valeur actuelle des *stock-options* sera élevée par rapport aux autres revenus et à la fortune des *managers*. Premièrement, dès l'attribution des options¹⁷ et surtout lorsqu'ils exercent celles-ci, ces derniers subissent une perte d'utilité puisque leur fortune dépend de la performance de l'entreprise, alors qu'ils y ont déjà placé leur capital humain. Cette concentration dans l'entreprise du risque qu'ils supportent est susceptible de réduire le caractère incitatif du plan d'options¹⁸. Pour compenser leur investissement humain et financier non diversifiable, les *managers* peuvent être tentés de retenir une prime de risque supérieure à celle requise par les actionnaires (entraînant alors un sous-investissement, en volume ou en niveau de risque) et à privilégier les financements par fonds propres à l'endettement. Deuxièmement, le désir de maximiser la valeur de leurs options peut pousser les dirigeants à réaliser des investissements que les actionnaires auraient rejetés, parce que trop risqués et à limiter les distributions de bénéfices (le POA n'offrant aucune protection contre les dividendes). Si la politique de distribution était stable avant l'adoption du plan d'options, une modification significative de celle-ci peut avoir un impact inopportun sur la structure initiale de l'actionnariat (Desbrières, 1989). Troisièmement, d'autres conflits peuvent naître entre les nouveaux actionnaires internes qui ne bénéficieraient pas du même nombre d'options, ainsi qu'entre ces derniers et les salariés exclus du POA. Ce point a son importance. L'alourdissement progressif de la fiscalité des *stock-options* et les campagnes de presse qui soulignent le caractère "abusif" de certaines rémunérations peuvent se justifier au sens où ils permettent de réduire les conflits au sein des firmes.

De plus, l'accroissement du risque d'exploitation et du risque financier peut provoquer des divergences d'intérêts entre les actionnaires et les *managers* d'une part, et d'autres apporteurs de ressources, comme les salariés, les prêteurs... d'autre part. En effet, toute attribution non anticipée de *stock-options* entraînant une augmentation du risque imprévue provoquera une réduction de la valeur des créances détenues par ces parties prenantes¹⁹ et donnera lieu à un transfert de richesse en faveur des actionnaires internes potentiels (les *managers*) et des actionnaires externes. On trouve ici une illustration du clivage existant entre la maximisation de la valeur revenant aux seuls actionnaires (la valeur actionnariale) et la maximisation de la rente créée par la firme en relation avec les différents

¹⁷. Le risque financier supporté par les *managers* (et corrélativement le pouvoir incitatif du POA) est cependant dans ce cas atténué par le fait que ceux-ci n'achètent pas leurs *stock-options*.

¹⁸. La perte d'utilité subie par les *managers* en concentrant leur investissement dans la firme est toutefois en partie compensée par la réduction du risque de perte d'emploi qui découle de l'appréciation des performances individuelles et collectives liées à leur motivation accrue (Desbrières, 1991). L'effet net du POA dépend alors du degré d'aversion face au risque des *managers* et du niveau d'incertitude de l'activité (Lambert, Larcker et Verrecchia, 1991).

¹⁹. Cf. la formalisation de John et John (1993) concernant le préjudice subi par les prêteurs dans ce contexte.

*stakeholders*²⁰ (ou valeur partenariale). Lorsqu'ils conduisent, par un partage inadéquat, à favoriser l'accroissement de la valeur actionnariale au détriment de la valeur partenariale²¹, les POA peuvent être contre-éfficaces et mettre en cause la stabilité de l'équilibre organisationnel.

1.2. L'octroi d'une rétribution fiscalement et financièrement avantageuse

Étudions dans un premier temps les motivations fiscales de l'adoption d'un POA par les firmes. Dans ce schéma d'analyse, les actionnaires prennent l'initiative d'instaurer un plan d'option afin d'offrir à ses bénéficiaires, grâce à la réduction du prix d'achat ou de souscription des actions, une rétribution immédiate de leurs efforts qui soit fiscalement plus avantageuse pour l'entreprise que l'attribution d'une prime de même montant. Ainsi, contrairement à son utilisation dans un contexte d'incitation pure, le POA ne devrait pas être sélectif et s'adresser aussi bien aux dirigeants qu'aux autres catégories de salariés, dans la mesure où les contraintes juridiques, financières et de structure d'actionnariat le permettent. Dans ce contexte, l'actionnariat interne résultant de l'exercice des options ne sera pas stable, les dirigeants et les salariés devant céder tout ou partie des actions acquises pour réaliser cet avantage pécuniaire.

Pendant, pour être véritablement équivalent à un sursalaire, l'avantage pécuniaire doit être certain et disponible dès l'adoption du POA. La réduction du prix d'acquisition, pouvant représenter jusqu'à 20 % de la valeur des titres, paraît donc être une condition *sine qua non* de l'utilisation des *stock-options* à des fins purement fiscales. Sans cette décote, une rétribution future aléatoire serait allouée aux salariés et c'est alors un mécanisme d'incitation qui serait mis en œuvre dans l'entreprise. Un tel recours aux *stock-options* ne peut *a priori* être envisagé que dans les sociétés cotées, celles-ci étant les seules à pouvoir consentir une réduction de prix rendant cet avantage certain et immédiat.

Jusqu'à une époque récente, cette hypothèse était tout à fait vérifiable : pour les options levées avant le 1^{er} janvier 1995, l'avantage concédé aux bénéficiaires du POA ne faisait pas supporter à la firme les cotisations sociales ainsi que les taxes et participations assises sur les salaires (taxe sur les salaires, taxe d'apprentissage, participations à l'effort de construction et au développement de la formation professionnelle continue)²². Par ailleurs, les sociétés peuvent déduire les charges supportées du fait de la levée des options d'achat ou de souscription d'actions consenties à leurs salariés²³. Dans ce contexte, il était systématiquement préférable sur le plan fiscal, du point de vue de la firme et de ses actionnaires, d'attribuer une rémunération supplémentaire à l'aide d'un plan d'options plutôt que d'offrir

²⁰. Au sens large, les *stakeholders* représentent l'ensemble des agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme.

²¹. La problématique est développée dans Charreaux et Desbrières (1998).

²². Depuis le 1^{er} janvier 1992, la société émettrice d'options de souscription d'actions est redevable de droits d'enregistrement.

²³. Il s'agit des frais de rachat des titres et des moins-values qui résultent de la différence entre le prix d'exercice des options et la valeur de rachat des titres (options d'achat), des frais d'augmentation de capital (options de souscription), des frais de gestion des actions jusqu'à la levée des options et des charges supportées du fait de la levée des options (rémunération des intermédiaires, impôt de bourse...).

les mêmes sommes sous forme de prime ou de toute autre rétribution ayant un caractère salarial. Le bénéficiaire pouvait exercer ses options et céder les titres acquis dès l'attribution du POA pour encaisser très rapidement le gain financier équivalent à une prime, sans remettre en cause l'avantage fiscal dont bénéficiait la firme.

L'évolution récente de la fiscalité limite considérablement cette utilisation des POA. Pour les options levées depuis le 1^{er} janvier 1995, la fraction de la réduction de prix qui dépasse 10 % ou 5 % (selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993) de la valeur initiale des actions est assujettie comme salaire et soumise aux cotisations de sécurité sociale et aux taxes et participations assises sur les salaires²⁴, dès la levée de l'option.

Ainsi, les firmes cotées ne peuvent *a priori* plus recourir qu'à une décote de 5 % pour offrir à leurs salariés un avantage pécuniaire certain en franchise des cotisations sociales et des taxes et participations alignées. Toutefois, pour les options levées depuis le 1^{er} janvier 1997, cet avantage fiscal sur la fraction de la décote admise, ainsi que sur le solde du gain tiré par les bénéficiaires de la levée de leurs options (c'est-à-dire la différence entre la valeur de l'action à la date d'exercice et la valeur de l'action au moment où l'option est attribuée) ne sera définitif que si les actions acquises du fait de l'exercice des *stock-options* restent nominatives et ne sont pas cédées pendant une période de cinq ans à compter de la date d'attribution de l'option. Si tel n'est pas le cas, le montant concerné sera assujetti comme salaire (donc soumis aux cotisations de sécurité sociale et aux cotisations alignées) lors de la cession des actions²⁵. Il y a donc dorénavant neutralité fiscale pour la firme entre le versement d'une prime ou d'un sursalaire et l'attribution du même montant sous forme de réduction du prix d'exercice des *stock-options*, dès lors que le bénéficiaire exerce ses options et cède les titres acquis dès le lancement du POA pour percevoir immédiatement le gain financier (stratégie correspondant à l'encaissement immédiat de la prime).

Finalement, la stratégie purement fiscale (octroyer aux employés une rétribution certaine et immédiate qui soit fiscalement avantageuse) d'utilisation des POA dans les sociétés cotées est devenu irréalisable en France depuis les changements récents de leur régime fiscal.

Un tel recours aux *stock-options* peut-il être envisagé dans les sociétés non cotées ? Il est vrai que celles-ci peuvent retenir une méthode d'évaluation de leurs actions revenant à fixer un prix d'exercice "plancher"²⁶ de telle manière que lorsque les options seront levées, l'écart entre la valeur de marché et

²⁴. Les cotisations de retraite complémentaire ARRCO et AGIRC, la taxe d'apprentissage et les participations formation et construction ne sont exigibles sur cette fraction de réduction de prix que pour les options levées à compter du 1^{er} janvier 1996. Le gain financier concédé aux bénéficiaires du POA reste dans tous les cas présentés dans cette sous-section exonéré de taxe sur les salaires.

²⁵. Notons que cet avantage reste exonéré des cotisations de sécurité sociale et alignées pour les options levées après le 31 mars 1998 et attribuées avant le 1^{er} janvier 1997 par une société créée depuis moins de quinze ans à la date d'attribution de ces options. Cette nouvelle exception, visant les jeunes sociétés, ne concerne que très marginalement les sociétés cotées et ne modifie pas le caractère général de notre analyse concernant ces dernières.

²⁶. Evaluation patrimoniale du titre (actif net comptable par exemple) pour un plan d'options de souscription d'actions, prix de rachat des actions le plus faible possible pour un plan d'options d'achat d'actions.

la valeur d'exercice des titres acquis soit maximal. La plus-value réalisée lors de l'exercice de ces options bénéficie des mêmes avantages fiscaux que ceux actuellement accordés à la décote de 5 % (exonération des cotisations sociales ainsi que des taxes et participations assises sur les salaires), dans la mesure où les actions acquises restent nominatives et ne sont pas cédées pendant la période d'indisponibilité fiscale de cinq ans. Ainsi, nous nous retrouvons dans le même cas de figure que dans les firmes cotées. Il existe toutefois une exception notable²⁷, très ciblée, selon laquelle le non-respect des conditions d'indisponibilité et de forme nominative ne remet pas en cause l'exonération des cotisations de sécurité sociale (et des cotisations alignées) pour les options levées après le 31 mars 1998 et attribuées avant le 1^{er} janvier 1997 par une société immatriculée au registre du commerce et des sociétés depuis moins de quinze ans à la date d'attribution de ces options. Toutefois, même si le champ d'application de cette disposition s'avérait très vaste, l'absence de réduction de prix et de marché secondaire liquide des titres retire toute perspective de réalisation d'un gain certain et immédiat, ce qui rend impossible le recours aux POA dans une stratégie purement fiscale.

Au total, l'avantage pécuniaire offert par les sociétés non cotées à leurs salariés n'est pas immédiat (ne peut être réalisé dès l'attribution du POA), ni certain (en l'absence de décote, le gain est totalement fonction de la performance financière future de la firme). L'utilisation des *stock-options* dans ces entreprises devrait donc davantage s'inscrire dans le cadre de la mise en place d'une politique d'intéressement des cadres à sa performance financière, ou de transmission progressive des droits de propriété.

Toutefois, si le POA "purement fiscal" est devenu inopérant, il n'en reste pas moins que la rémunération aléatoire et future qu'il permet d'octroyer conserve, outre ses vertus incitatives, un intérêt financier évident. En effet, contrairement au versement de salaires pour un montant équivalent, l'avantage tiré de l'exercice des options et de la cession des titres acquis (différence entre le prix de cession des actions et leur prix d'exercice) n'obère pas la capacité bénéficiaire de la firme et ne supportera pas les cotisations sociales ni les taxes et participations alignées si les titres acquis ne sont pas cédés pendant la période d'indisponibilité fiscale (et s'ils demeurent nominatifs). Enfin, le choix du type de POA (souscription ou achat d'actions) devrait être essentiellement guidé par les considérations déjà évoquées (besoins de financement propre externe de la firme, nécessité/possibilité de concentrer l'actionnariat actuel, plafonnements légaux...)²⁸.

²⁷. Il est une autre exception, de portée limitée puisque ce régime spécial s'achèvera le 31 décembre 1999, selon lequel peuvent émettre des bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BCE), équivalents à des *stock-options*, les sociétés ou les commandites par actions non cotées inscrites au Registre du commerce et des sociétés depuis moins de quinze ans pour les bons émis à partir du 1^{er} septembre 1998, qui sont soumises à l'IS et n'exercent pas d'activité bancaire ou financière, d'assurance, de gestion ou de location d'immeubles et dont le capital est détenu directement ou indirectement à 75 % par des personnes physiques. Les gains réalisés par les bénéficiaires (tout le personnel soumis au régime fiscal des salariés, y compris les dirigeants) lors de la cession des titres ne sont pas soumis aux cotisations sociales et aux taxes et participations alignées.

²⁸. Notons toutefois que le plan d'options de souscription d'actions est plus efficient pour les firmes cotées qui concèdent à ses bénéficiaires une réduction de prix dans la limite de 5 % (pour bénéficier de la franchise des cotisations fiscales et sociales) de la valeur du titre lorsque l'option est attribuée. En effet, la réduction du prix

Présentons maintenant les différentes stratégies d'exercice des *stocks-options* et de cession des titres acquis pouvant être adoptées par les bénéficiaires du POA.

2. Les bénéficiaires et leurs options

Une fois le POA attribué, chaque bénéficiaire doit adopter une stratégie d'exercice de ses options. Devenu actionnaire, il peut revendre à sa convenance tout ou partie de sa participation.

Lorsqu'il lève ses options et acquiert les actions sous-jacentes, le bénéficiaire du POA réalise une plus-value d'acquisition (différence entre la valeur de l'action à la date d'exercice et le prix d'exercice) qui subit un sort fiscal différent selon l'existence et l'importance de la réduction de prix, la date d'attribution des options et la durée de détention des actions acquises. Initialement exonérée d'impôt, son imposition a été progressivement alourdie par le législateur. Il a aussi été récemment précisé que le régime fiscal de faveur des *stock-options* présenté ci-dessous n'est pas applicable aux dirigeants qui, possédant directement moins de 10 % du capital de leur entreprise, en détiendraient indirectement plus de la moitié²⁹.

Pour les options attribuées avant le 1^{er} janvier 1990 et non encore exercées, la totalité de la plus-value d'acquisition sera exonérée d'impôt sur le revenu si les actions acquises sont nominatives et ne sont pas cédées pendant une période de cinq ans à compter de la date d'attribution de l'option³⁰.

Pour les POA lancés après le 1^{er} janvier 1990, le principe d'imposition de la plus-value d'acquisition (pour les actions nominatives et non cédées durant la période d'indisponibilité fiscale) est actuellement le suivant. L'éventuelle fraction de la réduction de prix qui dépasse 10 % ou 5 % (selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993) de la valeur initiale des actions est assimilable à un salaire imposable au titre de l'année de levée de l'option³¹. Le solde de la plus-value d'acquisition³² sera imposé ultérieurement, lors de la revente des titres, selon le régime de taxation des plus-values sur valeurs mobilières (et supportera aussi la CSG, la CRDS et le prélèvement social de 2 %). Le taux d'imposition en vigueur pour les options attribuées à compter du 20 septembre 1995 est égal à 30 % ou à la tranche marginale des salaires de l'intéressé si elle est inférieure.

d'acquisition offerte n'altère pas dans ce cas sa capacité bénéficiaire. En revanche, l'utilisation d'un plan d'option d'achat d'actions fait subir à la firme une moins-value résultant de la différence entre la valeur de rachat des actions et le prix payé par les salariés. Même si la loi permet de réduire ce coût financier en lui faisant bénéficier du régime des plus ou moins-values professionnelles, il n'en reste pas moins que, même déductible, cette charge est supportée par la firme. Le plan d'options de souscription d'actions domine donc le plan d'options d'achat d'actions, même si l'on considère les frais d'établissement supportés du fait du choix de ce premier lors de l'augmentation de capital.

²⁹. Réponse ministérielle n° 6110, JOAN Q 21 février 1994, p.886.

³⁰. Dans tous les cas présentés ici, cette période d'indisponibilité fiscale est interrompue pour les détenteurs d'un contrat de travail dans les cas suivants : licenciement, mise à la retraite, invalidité grave, décès, congé pour création d'entreprise.

³¹. Pour les options levées à compter du 1^{er} janvier 1995, la somme imposée supporte aussi la CSG et la CRDS.

³². Comprenant la réduction de prix fixée dans la limite de 10 % ou 5 % selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993.

Quelle que soit la date d'attribution des options en cours (avant ou après le 1^{er} janvier 1990), si le titulaire des actions résultant de la levée des options dispose de ces actions avant l'expiration de la période d'indisponibilité fiscale ou ne les conserve pas sous la forme nominative, la fraction de la plus-value d'acquisition qui aurait pu bénéficier d'un traitement fiscal favorable est alors assimilée à un salaire et est imposée comme tel³³.

Ses droits exercés, le bénéficiaire du POA, devenu actionnaire à part entière, peut revendre ses titres afin de réaliser une plus-value de cession (différence entre le prix de cession des actions et leur valeur au jour de l'exercice des options). Ce gain en capital subit alors le régime de taxation des plus-values sur valeurs mobilières (en cas de dépassement du volume annuel des cessions fixé par chaque loi de finances, il supportera le taux forfaitaire actuel de 16 % auquel il faut ajouter la CSG, la CRDS et le prélèvement social de 2 %)³⁴.

2.1. La stratégie d'exercice

Le bénéficiaire d'un POA se voit attribuer un droit d'achat ou de souscription sur un certain nombre d'actions de l'entreprise qu'il pourra acquérir en décaissant le prix d'exercice fixé initialement. Sauf disposition contractuelle contraire, il peut lever ses options à tout moment pendant la vie du plan, dès lors que la valeur du titre s'est accrue pour devenir supérieure au prix d'exercice. Pendant la période où il conserve son droit, il ne perçoit pas de dividende mais il n'a pas mobilisé le capital nécessaire à son exercice.

Evidemment, la stratégie d'exercice des options est fonction des motivations qui sont à l'origine de l'adoption du POA. Dans un contexte fiscal où une réduction du prix d'acquisition devrait lui être offerte, le titulaire de *stock-options* d'une société cotée peut exercer ses droits en tout début de plan pour revendre immédiatement les actions acquises et encaisser la valeur de celle-ci. Cette stratégie est pour lui fiscalement équivalente à la perception d'une prime ou d'un sursalaire. Il peut aussi choisir de les conserver si ses anticipations le conduisent à prendre ce risque afin de maximiser son gain après impôts.

Nous avons vu que les POA adoptés dans le cadre de la mise en place d'un intéressement à la performance boursière de la firme ne devraient pas intégrer de décote. La fixation du prix d'exercice suit en effet deux objectifs symétriques : représenter un accroissement de la valeur des actions qui soit satisfaisant pour les actionnaires, d'une part ; laisser espérer une plus-value d'acquisition de fin de plan

³³. L'imposition a lieu au titre de l'année de cession avec application d'un système de quotient (le montant de cette plus-value d'acquisition est divisé par le nombre d'années entières ayant couru entre la date d'attribution de l'option et la date de cession ou de conversion au porteur. Le résultat est ajouté aux autres revenus nets imposables du bénéficiaire. L'impôt à acquitter est égal au produit de la différence entre la cotisation calculée après et avant addition de ce résultat, par le nombre d'années utilisées pour déterminer le quotient). La somme imposée supporte aussi la CSG et la CSRS, mais pas le prélèvement social de 2 % pour les options levées après le 1/1/97.

³⁴. Le gain net réalisé lors de la cession des titres souscrit par exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BCE) est soumis à ce même régime. Le taux d'imposition est porté à 30 % (auquel il faut ajouter la CSG, la CRDS et le prélèvement social de 2 %) lorsque le bénéficiaire a moins de trois ans d'ancienneté dans l'entreprise à la date de la cession.

suffisamment motivante pour les dirigeants, d'autre part. La problématique est identique dans les firmes non cotées.

Dans ce contexte, il n'est possible d'envisager de lever les options qu'à partir du moment où la prime d'acquisition est jugée suffisante. Les bénéficiaires du POA sont alors titulaires d'options ayant une durée de vie de plusieurs années. Deux questions se posent alors. Premièrement, dans quelle mesure cette stratégie d'exercice, et donc la réussite du POA incitatif, peuvent-elles être influencées par le degré de concentration dans la firme du risque supporté par les *managers* ? Comme ils ne peuvent pas céder leurs options ni vendre à découvert les actions sous-jacentes, les dirigeants peuvent être incités à réduire le risque de leur portefeuille humain et financier en exerçant prématurément leurs options (Huddart, 1994). Toutefois, Hemmer (1993) montre qu'il est possible de construire un contrat incitatif mixant *stock-options* et bonus comptable de manière à annuler le risque de la rémunération totale lorsque le dirigeant prend les décisions qui maximisent l'utilité des actionnaires. Deuxièmement, la stratégie d'exercice en fin de vie du POA peut-elle être influencée par la politique de dividendes de l'entreprise ? En effet, le détenteur d'une option d'achat voit la valeur de celle-ci chuter à la date de détachement du coupon, puisqu'auparavant l'option lui donnait un droit sur l'action dividende attaché, et qu'après la date de distribution son droit se limite à la valeur de l'action nette du dividende. Une politique de dividendes élevés et en forte croissance peut alors conduire à un abandon ou à un exercice prématuré de l'option, selon qu'elle est hors ou dans la monnaie. La troisième partie de cet article consacrée à la présentation des résultats des travaux empiriques permettra de répondre à ces questions.

2.2. La stratégie de cession des actions

La stratégie de cession des actions acquises, tout comme la stratégie d'exercice des options, dépend des motivations qui ont été à l'origine de l'adoption du plan.

Le bénéficiaire d'un POA attribué par une société cotée dans un contexte fiscal peut adopter deux stratégies. La première est de revendre les actions sitôt après les avoir acquises (théoriquement en tout début de plan). Ce faisant, il réalise l'avantage pécuniaire (la décote) dès que celui-ci lui est concédé. Cette stratégie est fiscalement neutre pour le bénéficiaire. Elle est aussi neutre sur le plan fiscal, mais financièrement avantageuse pour l'entreprise. Elle est peut être adoptée par les salariés ayant une préférence pour les liquidités immédiates, ainsi que par ceux qui sont suffisamment "riscophobes" pour ne pas assumer la détention des titres acquis.

La deuxième stratégie consiste à conserver les actions achetées suffisamment longtemps (jusqu'au terme de la période d'indisponibilité fiscale) pour bénéficier d'une imposition réduite de la part de la plus-value d'acquisition fiscalement admise³⁵. Dans ce contexte, les options devraient être exercées le plus tardivement possible, c'est-à-dire en fin de plan, de manière à minimiser la durée de détention des

³⁵. Fraction de la réduction de prix qui dépasse 10 % ou 5 % (selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993) de la valeur initiale des actions.

titres. Cette stratégie sera efficiente si le risque supplémentaire encouru est correctement rémunéré par l'accroissement, après impôts, de la prime d'acquisition résultant de la première stratégie de cession, ainsi que par l'espérance de plus-value de cession après impôt. Elle deviendra alors fiscalement avantageuse pour l'entreprise. On peut noter que, dans le cas où ce comportement serait adopté par la majorité des détenteurs d'options, le mécanisme d'incitation serait couplé avec l'intérêt fiscal³⁶. L'intérêt de cette seconde stratégie a toutefois été considérablement atténué par l'annulation de l'exonération fiscale de la plus-value d'acquisition, et l'a été encore davantage après chaque nouvelle hausse de son taux d'imposition.

Si un POA obéissant à des motivations purement fiscales a été adopté par une société non cotée, la stratégie à retenir est mixte. Le plan ne pouvant dans ce cas prévoir de décote, le bénéficiaire ne pourra réaliser de gain qu'à partir du moment où la valeur de l'action sous-jacente sera devenue supérieure au prix d'exercice. Si l'option devient très rapidement dans la monnaie, le salarié pourra opter pour la stratégie de cession de son choix (celle-ci conditionnant alors la stratégie d'exercice) en fonction des possibilités de cession de ses titres sur un marché de gré à gré, vraisemblablement peu liquide. En revanche, plus l'option sera durablement hors la monnaie, plus la seconde stratégie s'imposera.

Dans le contexte d'incitation et que l'on soit ou non dans une société cotée, le prix d'exercice, significativement supérieur à la valeur de l'action au moment de l'adoption du POA, contraint le bénéficiaire ayant pour objectif de maximiser sa plus-value d'acquisition à retenir une stratégie d'exercice tardif de ses options. Dans la mesure où l'horizon correspondant à cet objectif est compatible avec la période d'indisponibilité prévue par le cadre légal des POA, la stratégie de cession des titres acquis peut être adaptée afin de bénéficier du régime fiscal favorable de la plus-value d'acquisition. Nous retrouvons alors la deuxième stratégie de cession présentée lorsque le POA est adopté afin d'offrir à ses bénéficiaires une rémunération fiscalement avantageuse (cas où la société est cotée). Nous avons néanmoins observé que le régime fiscal de plus en plus défavorable de la plus-value d'acquisition pouvait dissuader les bénéficiaires d'opter pour une stratégie de détention longue de leurs *stock-options*, ce qui est nuisible au caractère incitatif du POA et défavorable à la création de valeur actionnariale.

3. Les plans d'options sur actions favorisent-ils la création de richesse actionnariale ?

Les études empiriques ayant testé cette problématique sont pour l'heure essentiellement d'origine nord-américaine. Deux types de travaux ont été réalisés concernant l'efficacité des POA³⁷. Le

³⁶. Cette stratégie sera contrainte si les actionnaires imposent une durée minimale de détention des options (correspondant à la période d'indisponibilité fiscale) avant que celles-ci ne puissent être exercées.

³⁷. Précisons que nous ne faisons état dans cette section que des travaux ayant spécifiquement traité des *stock-options*. De nombreuses études empiriques ont par ailleurs éclairé la problématique plus générale des déterminants du niveau et de la structure (partie fixe, bonus comptables, formules d'actionnariat dont les *stock-options*) de la rémunération des *managers* et du lien existant entre celle-ci et la performance de la firme, en prenant en compte, par

premier regroupe les travaux ayant recouru à la méthodologie des études d'évènements, le second s'est davantage focalisé sur l'évolution du comportement des dirigeants et cadres bénéficiaires des *stock-options* après l'adoption du plan.

3.1. La réaction du marché boursier à l'adoption des POA

De nombreux auteurs ont montré que le marché américain réagit favorablement à l'annonce d'une adoption de plans d'options sur actions. Larcker (1983) enregistre des rentabilités anormales positives le jour suivant la réception par les actionnaires de l'avis de réunion mettant le POA à l'ordre du jour de la prochaine assemblée générale. Brickley, Bhagat et Lease (1985), ainsi que DeFusco, Johnson et Zorn (1990), mesurent des rentabilités anormales cumulées positives entre la date du conseil d'administration (proposant l'adoption d'un POA) et la date d'envoi de l'avis de réunion. Bien que ce mécanisme ne soit pas sans coûts pour l'entreprise, les investisseurs pensent qu'il leur est globalement profitable. L'appréciation de cette information par le marché est conforme à l'hypothèse selon laquelle le POA est un système d'incitation qui réduit les coûts d'agence existant au préalable dans la firme, ce qui a pour effet d'en accroître la valeur actionnariale. Cette réaction est aussi conforme à l'hypothèse selon laquelle la rétribution ainsi offerte aux bénéficiaires des *stock-options* permet à la firme de ne pas obérer sa capacité bénéficiaire et, selon le régime fiscal en vigueur aux différentes époques étudiées, d'économiser les charges patronales qui auraient été décaissées si un sursalaire de montant équivalent avait dû être décaissé.

Aucune étude de ce type n'a pu être réalisée en France car les assemblées générales extraordinaires d'actionnaires ne sont pratiquement jamais convoquées à seule fin d'adopter un POA. Une étude d'événement serait donc "bruitée" par les autres décisions prises lors de cette réunion (nomination d'administrateurs, émissions de valeurs mobilières...).

De plus, il est vraisemblable que les résultats de ces études soient influencés par les contextes économiques et organisationnels dans lesquels les POA sont mis en place. Eaton et Rosen (1983) ont en effet montré que les *managers* américains reçoivent d'autant plus de *stock-options* qu'ils appartiennent à une firme de grande taille, notamment dans l'industrie électronique, caractérisée par une forte volatilité de sa rentabilité boursière. Si l'importance de la taille est corroborée par l'étude de Veliyath (1998), celle-ci montre également que le comportement des firmes appartenant à un même secteur d'activité en matière d'attribution aux *managers* n'est cependant pas uniforme. Enfin, Yermack (1995) montre que les firmes privilégient d'autant plus les *stock-options* qu'il leur est difficile de contrôler et d'inciter les dirigeants à l'aide de bonus reposant sur des indicateurs comptables (lorsque ceux-ci sont plus fluctuants que les cours boursiers).

delà les critères classiques d'attribution (performance et taille de la firme, niveau hiérarchique...), les caractéristiques du système de gouvernance de la firme (structure de propriété, composition du conseil...) et certaines variables contingentes influentes (stratégie de la firme, stabilité de la demande, fiscalité...). Le lecteur trouvera un échantillon de cette littérature foisonnante dans le numéro spécial de *Academy of Management Journal*, volume 41, 1998.

3.2. L'évolution du comportement des managers après l'adoption des POA

Ces travaux ont essentiellement été réalisés sur le marché américain. Plus analytiques que les précédents, ils produisent des résultats contradictoires. Plusieurs études concluent en effet à l'inefficacité des POA en tant que mécanisme d'incitation, soit parce qu'ils réfutent les hypothèses en faveur de la convergence d'intérêts des dirigeants et des actionnaires (cf. § 1.1.), soit parce qu'ils ne produisent pas de résultats significatifs. Par exemple, Lemgruber (1986) ne trouve pas de modification significative du niveau d'investissement, du taux d'endettement et de la variance des cours de bourse des entreprises après le lancement de plans d'options. Lambert et Larcker (1983) observent même une réduction de la variance des rentabilités boursières. Lemgruber (1986) ainsi que Lambert, Lanen et Larcker (1989) mettent en évidence une réduction significative du taux de distribution des bénéfices postérieurement à l'adoption de POA. DeFusco, Johnson et Zorn (1991) trouvent d'une part, une diminution des dépenses de R&D rapportées à la valeur comptable des actifs et d'un ratio comptable mesurant la rentabilité économique et, d'autre part, un accroissement des frais généraux (rapportés à la valeur comptable des actifs).

Les résultats de ces quatre études tendent à montrer que les POA peuvent avoir un effet contre-incitatif : le comportement observé des *managers* viserait à réduire le risque de leur portefeuille humain et financier concentré dans l'entreprise. Deux études produisent des résultats allant en ce sens. Etudiant les POA destinés à l'ensemble du personnel (*employee stock-option plans*), dans lesquels les dirigeants sont minoritaires³⁸, Aboody (1996) montre que plus de 54 % des bénéficiaires ont exercé leur options dans les quatre ans suivant la mise en place de plans ayant une durée de vie de dix ans. Cette proportion est de 57 % trois ans après l'attribution des options lorsque le POA a une durée de vie de cinq ans. Huddart et Lang (1996) trouvent aussi que les bénéficiaires de ces mêmes plans exercent prématurément leurs droits, ceci d'autant plus que la rentabilité boursière du titre rebondit après avoir chuté significativement, que la volatilité des actions sous-jacentes est grande et que les options sont dans la monnaie. Ces résultats sont conformes à l'analyse de Huddart (1994) selon laquelle les bénéficiaires de POA, ne pouvant protéger leur position (en cédant leurs *stock-options* ou en vendant à découvert les actions sous-jacentes), peuvent être incités à réduire leur risque en exerçant prématurément leurs options. Hemmer, Matsunaga et Shevlin (1996) confirment que l'exercice de ces *stock-options* attribuées aux employés est d'autant plus prématuré que la variance de la rentabilité de ces options est élevée. Toutefois, étudiant la seule stratégie d'exercice des *managers*, cette relation apparaît d'autant moins forte que le panier de rémunération de ces derniers combine des *stock-options* avec des bonus comptables, de telle manière que les variations des premières soient négativement corrélées avec le niveau des seconds. Conformément à l'analyse théorique de Hemmer (1993), il semble bien que cette forme de contrat incitatif puisse annuler le risque de la rémunération totale lorsque les *managers* prennent les décisions qui maximisent l'utilité des actionnaires.

³⁸. Dans cette étude, la proportion des POA attribués aux dirigeants et cadres de 3078 firmes est de 39,5 %.

Focalisant sa recherche sur les seuls POA destinés aux dirigeants et cadres supérieurs (*executive stock-option plans*), Carpenter (1998) a trouvé que ces derniers conservent suffisamment longtemps leurs options, et ne les exercent que dans la mesure où celles-ci sont suffisamment dans la monnaie pour réaliser une part significative de leur valeur potentielle. Ce résultat témoignerait selon l'auteur que les *managers* parviennent malgré les contraintes évoquées plus haut à couvrir leur position en options, par exemple en vendant à découvert des titres fortement corrélés avec ceux de la firme qu'ils gèrent et en vendant des contrats sur indices pour éliminer le risque de marché. A cela s'ajoutent les avantages fiscaux qui peuvent inciter les bénéficiaires du POA à opter pour une stratégie d'exercice en fin de vie du plan.

Ainsi, relativement aux employés, la moindre aversion pour le risque des *managers* ou la composition particulière de leur panier de rémunération, ainsi que leur plus grande culture financière (qui leur permet de mieux gérer le risque de leur investissement en capital humain et financier), semblent expliquer les résultats contradictoires obtenus par Carpenter (1998) et Hemmer et alii (1996) d'une part et par Aboody (1996) et de Huddard et Lang (1996) d'autre part. D'ailleurs, il est révélateur que les résultats de cette dernière étude soient d'autant plus significatifs que les bénéficiaires des *employee stock-option plans* ont reçu une faible proportion des options émises. En d'autres termes, ils révèlent davantage le comportement face au risque des salariés non cadres que celui des *managers*.

Il existe un autre facteur de risque de la position en options des bénéficiaires de POA. En effet, on sait qu'une politique de dividendes élevés et en forte croissance peut conduire à un abandon ou à un exercice prématuré de l'option, selon qu'elle est hors ou dans la monnaie (cf. § 1.1). Il a été montré pour la France que la politique de dividendes des sociétés cotées ayant émis des *stock-options* n'est pas de nature à contrarier une stratégie d'exercice des options en fin de plan (Desbrières, 1991, p.97 et s.).

Ces trois dernières études montrent que le risque financier supporté par les *managers* détenant des *stock-options* n'est pas aussi systématique et important que ne le laissent prévoir certaines analyses théoriques. D'ailleurs, un plus grand nombre d'études empiriques valident l'hypothèse d'incitation et l'alignement des intérêts des *managers* sur ceux des actionnaires. Larcker (1983) mesure un accroissement significatif des investissements l'année suivant l'adoption du POA. Agrawal et Mandelker (1987) trouvent que dans les firmes américaines où les décisions financières ont entraîné un accroissement de la variance de la rentabilité des actifs et du niveau d'endettement, la participation en actions et en options des dirigeants est beaucoup plus grande que dans les entreprises où ces décisions ont eu les effets inverses. DeFusco, Johnson et Zorn (1990) trouvent une augmentation significative de la variance des cours de bourse des firmes après l'approbation d'un POA par le conseil d'administration. Lambert, Larcker et Verecchia (1991) confirment ce résultat, tant que les *stock-options* sont "hors la monnaie" (lorsque le cours de l'action sous-jacente est supérieur au prix d'exercice, cette variance tend à diminuer). DeFusco, Johnson et Zorn (1991)

constatent un accroissement du taux d'endettement, du taux de distribution des bénéficiaires et du rendement en dividendes postérieurement à l'adoption de POA. Smith et Watts (1992), Mehran (1992) et Gaver et Gaver (1993) trouvent aussi une relation positive entre le niveau de détention de *stock-options* par les dirigeants et le taux d'endettement des firmes qu'ils gèrent. Les POA permettent aussi de réduire le comportement opportuniste des dirigeants quittant leur société. Dechow et Sloan (1991) montrent en effet que préalablement à leur départ, ceux-ci ont significativement moins tendance à réduire les dépenses de recherche et développement afin d'accroître artificiellement les résultats courants (et ceci au détriment des opportunités d'investissement et des *cash-flows* futurs) lorsqu'ils détiennent des actions ou des *stock-options*.

Cette incitation à prendre des décisions conformes aux intérêts des actionnaires est particulièrement effective dans les firmes caractérisées par une forte asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants. En effet, Smith et Watts (1992), Mehran (1992), Gaver et Gaver (1993, 1995), Bizjak, Brickley et Coles (1993), Matsunaga (1995) ainsi que Baber, Janakiraman et Kang (1996) trouvent que plus la valeur des opportunités de croissance est élevée (et corrélativement plus l'asymétrie d'information et les conflits potentiels sur les investissements sont importants), plus les firmes adoptent des plans de *stock-options* en faveur des *managers*.

Finalement, le recours aux *stock-options* contribue effectivement à l'accroissement des performances financière (Q de Tobin) et comptable (rentabilité des actifs) de la firme (Mehran, 1995). On peut noter qu'aucune étude n'a montré l'efficacité des POA concernant les prélèvements discrétionnaires des dirigeants, vraisemblablement d'ailleurs pour des raisons méthodologiques. En tout état de cause, il est difficile *a priori* de concevoir pourquoi ils les réduiraient significativement, leur participation dans le capital de la firme ne leur permettant de retrouver qu'une partie des avantages auxquels ils pourraient renoncer. L'utilisation d'un POA comme mode d'incitation semble donc surtout être justifiée dans un contexte de séparation propriété/décision tel que les actionnaires désirent s'assurer de la qualité du programme d'investissements (en importance et en risque) et de la gestion du *pool* de ressources délégués aux dirigeants³⁹.

Nous avons aussi évoqué le fait que la mise en place du POA est susceptible de créer ou d'exacerber différents conflits d'intérêt entre ses bénéficiaires (actionnaires internes potentiels) et les actionnaires externes d'une part, et les autres *stakeholders* d'autre part. La principale source de conflit provient du fait que, comme nous l'exposons dans notre analyse théorique et conformément aux résultats empiriques présentés ci-dessus, le désir de maximiser la valeur de leurs options peut pousser

³⁹. Il n'en reste pas moins que les POA n'offrent aucune protection contre le risque de marché des titres. Les crises boursières que nous connaissons régulièrement peuvent réduire à néant tous les efforts consentis par les *managers* pour accroître la valeur de marché des actions de l'entreprise. Nous retrouvons là l'intérêt, d'une part, de la fixation du prix d'exercice par référence à un indicateur de marché (indice sectoriel...) et de son ajustement régulier, à la hausse comme à la baisse, à partir du moment où l'évolution de ce dernier est jugée significative (cf. Bernhardt, 1999 ; Akhigbe et alii, 1996) et, d'autre part, de l'élaboration d'un contrat incitatif mixant *stock-options* et bonus comptable de manière à annuler le risque de la rémunération totale lorsque le dirigeant prend les décisions qui maximisent l'utilité des actionnaires (Hemmer, 1993).

les *managers* à réaliser des investissements plus nombreux et plus risqués, financés prioritairement par endettement. Toute émission non anticipée de *stock-options* en faveur des *managers* entraînera donc une augmentation du risque (d'exploitation et financier) imprévue qui provoquera une réduction de la valeur de la dette. Un tel transfert de richesse des obligataires vers les actionnaires après l'adoption de *stock-options* a été mis en évidence par DeFusco, Johnson et Zorn (1990). Il est néanmoins possible de limiter ce conflit spécifique en instaurant des procédures de contrôle globalement moins coûteuses que celles qui auraient dû être mises en place en l'absence de POA⁴⁰...

Aucune étude empirique n'ayant encore été réalisée sur le marché français, il est difficile, *a priori*, de conclure quant à la validité de l'hypothèse d'incitation pour les POA français. Toutefois, le ministère de l'Emploi et de la Solidarité a récemment publié les résultats d'une enquête réalisée par la DARES au cours de l'été 1998 auprès de l'ensemble des entreprises françaises cotées à la cote officielle ou au second marché (cf. Fagnot, 1999). Plus de la moitié des firmes (55 %) ont répondu au questionnaire. Parmi celles-ci, 123 entreprises ont déclaré avoir mis en place un POA. Il ressort de cette étude plusieurs éléments riches d'enseignements.

Dans deux cas sur trois, les entreprises procèdent fréquemment à la mise en place de POA⁴¹ et considèrent ceux-ci comme une alternative à une augmentation de salaires, reliée à l'évolution du cours de l'action, et non un élément essentiel de la rémunération globale du bénéficiaire.

Pour plus de 75 % des entreprises, la fonction exercée est le principal critère de sélection des bénéficiaires⁴². Les *stock-options* s'adressent essentiellement aux *managers* : un sur quatre vise les seuls cadres dirigeants et plus de la moitié l'ensemble des cadres. Seules 15 % des entreprises attribuent des actions à tout le personnel même si cette pratique semble se diffuser dans les services (conseils et assistance). Au total, parmi les 30 000 bénéficiaires employés dans les 123 firmes concernées, on dénombre 21 % de dirigeants, 65 % de cadres et 14 % de salariés.

Les objectifs du conseil d'administration les plus souvent cités lors de la mise en place du dernier plan d'options sont : 1) dans 87 % des cas, motiver les bénéficiaires et les inciter à améliorer les résultats de l'entreprise ; 2) attirer et fidéliser les meilleurs éléments dans 75 % des cas, ceci d'autant plus que le POA ne s'adresse qu'aux dirigeants⁴³ ; 3) récompenser les performances individuelles (52 % des cas) ; 4) renforcer la vision à long terme de la place du bénéficiaire dans l'entreprise, dans près d'un cas sur trois, surtout lorsque celle-ci n'a procédé qu'à une seule distribution de *stock-options*.

40. Clauses dans les contrats de prêt limitant la liberté des actionnaires en matière d'investissement et de financement (notamment l'adoption de nouveaux plans d'options, les augmentations de capital réservées aux dirigeants) ; émission d'obligations convertibles ou d'OBSA permettant aux prêteurs de devenir eux-mêmes actionnaires et de sanctionner la coalition majoritaire en cas de comportement déviant de cette dernière... Cf. Desbrières (1995, p.69 et s.).

41. Cette pratique est même annuelle dans une entreprise sur cinq.

42. Le critère de la fonction exercée semble plus déterminant pour les entreprises qui lancent régulièrement des POA que pour celles qui n'en ont mis en place qu'un seul, à l'occasion d'une ouverture sélective du capital. Il est plus fréquemment cité par les entreprises dont les *stock-options* ne s'adressent qu'aux seuls dirigeants.

43. Des études ont en effet montré que les POA facilitent le recrutement de *managers* et favorisent la réduction de leur *turnover*. Cf. Haigh (1988).

Six firmes sur dix déclarent avoir retenu comme critère d'attribution la performance individuelle, surtout lorsque les plans sont ouverts à d'autres bénéficiaires que les dirigeants, et près de la moitié distribuent les *stock-options* en fonction du potentiel pressenti de l'individu. De plus, dans deux cas sur trois, tous les membres d'un même groupe de bénéficiaires (dirigeants, cadres supérieurs...) ne perçoivent pas le même nombre d'options. Lorsque le POA est destiné aux *managers*, les dirigeants se voient proposer beaucoup plus d'actions que les autres cadres : le double dans un cas sur quatre, entre le triple et le quadruple dans le tiers des cas.

Pour les POA octroyés aux seuls cadres dirigeants, un quart des entreprises interrogées ont déterminé le nombre d'options allouées de manière à ce que ces derniers investissent la totalité voire le double de leur salaire annuel lors de l'exercice de leurs options. Un autre quart estiment que cette dépense devrait représenter entre 50 % et 100 % de leur salaire annuel brut. Les autres (50 %) déclarent que cette proportion devrait être inférieure à 50 %. S'agissant des autres cadres (non dirigeants), deux tiers des entreprises considèrent qu'ils devraient investir moins de 50 % de leur salaire lors de l'exercice de leurs *stock-options*. La même proportion est atteinte dans trois entreprises sur quatre au sujet des salariés non cadres.

Ces différents résultats montrent que les firmes françaises cotées utilisent fondamentalement les POA dans un contexte d'incitation. Plusieurs caractéristiques que notre analyse théorique (cf. § 1.1) a mis en évidence sont ici vérifiées, notamment l'attribution de manière sélective du nombre et de la valeur des *stock-options* aux *managers*, dans un objectif avoué de motivation, d'incitation et de fidélisation des meilleurs éléments. Un résultat paraît cependant contradictoire avec cette conclusion. En effet, plus de huit entreprises sur dix ont déclaré avoir pratiqué une réduction du prix d'achat ou de souscription des *stock-options*. Parmi elles, six sur dix ont accordé une décote de 5 % (optimisant ainsi leur POA sur le plan fiscal, cf. § 1.2.), les autres ayant le plus souvent accordé une réduction de prix supérieure. Il semble donc que les POA permettent aux firmes françaises cotées de mettre en place une formule de rémunération qui, d'une part, soit financièrement et fiscalement avantageuse et, d'autre part, incite les *managers* à maximiser la performance boursière des actions. D'ailleurs, un plan sur deux fixe une période durant laquelle la levée des options est interdite⁴⁴. Ce délai est dans la moitié des cas de cinq ans après leur attribution, ce qui permet effectivement à l'entreprise de combiner les deux dimensions *a priori* contradictoires (mettre en place un mécanisme incitatif sans obérer la capacité bénéficiaire de la firme ni supporter de charges fiscales et sociales). De plus, pour renforcer le caractère incitatif du POA, 15 % des entreprises imposent un délai de conservation des titres acquis du fait de l'exercice des options, la période maximale de trois ans étant la plus fréquemment citée.

Enfin, conformément à notre analyse théorique, l'expérience française montre aussi que les POA ne conduisent pas à un transfert effectif de propriété et de pouvoir en faveur de leurs bénéficiaires. Nous

⁴⁴. Dans un cas sur quatre, ce délai n'est que de deux ans. A l'opposé, deux entreprises sur trois ont exigé un délai maximum (au moins cinq ans dans plus de neuf cas sur dix) pendant lequel les options doivent être exercées.

avons en effet montré par ailleurs sur un échantillon de 99 POA français lancés par des sociétés cotées que même si plus d'un tiers des plans adoptés permettent d'acquérir au moins 10 % du capital de la firme, le taux de participation conditionnel consenti à leurs bénéficiaires est d'autant plus faible que l'actionnariat est diffus⁴⁵. L'étude de la DARES confirme ce résultat puisque 62 % des POA attribuent moins de 1 % du capital de la firme, 18 % des plans entre 2 % et 4 % du capital et seulement 20 % donneront droit à plus de 4 % du capital social en cas d'exercice des options.

*
* *

Cet article a présenté les justifications théoriques de l'utilisation des plans d'options sur actions et du comportement de leurs bénéficiaires ainsi que les résultats d'études empiriques venant les étayer ou les réfuter. On peut appréhender la problématique des *stock-options*, comme l'ont fait la plupart des travaux anglo-saxons, à partir du cadre d'analyse fourni par la théorie de l'agence. Les POA constituent alors un mode de résolution des conflits d'intérêt opposant les actionnaires à leurs mandataires (dirigeants, cadres...) lorsque ces derniers adoptent un comportement opportuniste alors qu'il est impossible de définir des contrats précisant exhaustivement leurs obligations et de contrôler totalement leurs efforts. Selon une deuxième hypothèse, plus rarement étudiée⁴⁶, cette formule de participation financière permet aux entreprises d'offrir à leurs salariés une rémunération financièrement et fiscalement avantageuse. Sous certaines conditions, l'avantage attribué, qui n'obère pas la capacité bénéficiaire de la firme, ne supporte pas les cotisations de sécurité sociale ni les taxes et participations assises sur les salaires.

Une analyse approfondie permet d'établir les caractéristiques spécifiques (niveau du prix d'exercice, de la diffusion des options...) des POA français pouvant être adoptés par les firmes dans chaque contexte. Le plan type attribué afin de renforcer l'alignement des intérêts des *managers* sur ceux des actionnaires apparaît fondamentalement opposé à celui destiné à offrir aux salariés une rétribution de leur effort marginal en franchise de toute charge et fiscalité sur les salaires. De la même manière, les stratégies d'exercice des options et de revente des actions acquises apparaissent très largement conditionnées par l'objectif initial de l'entreprise. La fiscalité du gain réalisé lors de l'exercice des options est aussi de nature à influencer le comportement du bénéficiaire du POA.

De nombreux auteurs anglo-saxons ont montré que le marché boursier réagit favorablement à l'annonce de l'adoption de plans d'options sur actions. Ainsi, les investisseurs anticipent que la mise en

⁴⁵. Cf. Desbrières (1991), p.38 et s.

⁴⁶. Ce moindre intérêt des chercheurs anglo-saxons (à l'exception de Miller et Scholes (1982)) provient certainement du fait que les *stock-options* supportent dans ces pays une fiscalité beaucoup moins lourde qu'en France. Une comparaison internationale réalisée par de la Bruslerie et Deffains-Crapsky (1999) montre en effet que leur taux d'imposition total en France (impôt sur le revenu, CSG, CRDS, cotisations de sécurité sociale, taxes et participations assises sur les salaires...) atteint 120 % (contre 40 % en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis) lorsque les options sont exercées avant le terme du délai de détention obligatoire.

place de ce mécanisme leur sera profitable. D'autres études nord-américaines ont tenté de vérifier dans quelle mesure l'adoption de POA pouvait orienter le comportement des *managers* de manière à créer davantage de richesse actionnariale. La plus grande partie de ces études montre que les *stock-options* incitent ces derniers à prendre des décisions conformes aux intérêts des actionnaires (accroissement des investissements, en volume comme en niveau de risque, financés prioritairement par endettement...) particulièrement dans les firmes caractérisées par une forte asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants. Aux Etats-Unis, l'utilisation de POA comme mécanisme d'intéressement à la performance boursière de la firme semble donc efficace sur le moyen terme. Bien qu'aucune étude empirique ne nous permette formellement pour l'heure de porter la même conclusion en France, un étude récente indique que les sociétés cotées offrent des *stock-options* à leurs *managers* dans le même but même si, du fait de leur régime légal spécifique, ces plans ont une forme très particulière tentant de concilier incitation de leurs bénéficiaires et optimisation financière et fiscale pour les parties prenantes. Reste à savoir dans quelle mesure cette combinaison peut-elle nuire au pouvoir incitatif et finalement à l'efficacité des POA mis en place dans les firmes françaises cotées. Notons enfin que nous savons très peu des motivations et de la pratique des *stock-options* dans les sociétés non cotées.

Références

- Aboody D., 1996, "Market valuation of employee stock-options", *Journal of Accounting and Economics*, 22, p.357-391.
- Agrawal A. et Mandelker G., 1987, "Managerial incentives and corporate investment and financing decisions", *Journal of Finance*, 42, p.823-837.
- Akhigbe A., Madura J. et Tucker A., 1996, "Market-controlled stock options: a new approach to executive compensation", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, p.93-97.
- Baber W., Janakiraman S. et Kang S., 1996, "Investment opportunities and the structure of executive compensation", *Journal of Accounting and Economics*, 21, p.297-318.
- Bernhardt W., 1999, "Stock options for or against shareholder value? New compensation plans for top management and the interests of the shareholder", *Corporate Governance*, 7, p.123-135.
- Bizjak J., Brickley J. et Coles J., 1993, "Stock-based incentives compensation and investment behavior", *Journal of Accounting and Economics*, 16, p.349-372.
- Brickley J., Bhagat S. et Lease R., 1985, "The impact of long range managerial compensation plans on shareholder wealth", *Journal of Accounting and Economics*, 7, p.115-129.
- Bruslerie de la H. et Deffains-Crapsky C., 1999, "Stock-options et équilibre incitatif dirigeants-actionnaires : le cas français", Cahier de Recherche 99-02, CREFIB.
- Carpenter J., 1998, "The exercise and valuation of executive stock-options", *Journal of Financial Economics*, 48, p.127-158.
- Charreaux G., ed., 1997, *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica, 540 p.
- Charreaux G., 1987, "La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature", In : *De nouvelles théories pour l'entreprise*, Paris, Economica, p.21-55.
- Charreaux G. et Desbrières P., 1998, "Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale", *Finance, Contrôle, Stratégie*, 1, p.57-88.
- Dechow P. et Sloan R., 1991, "Executive incentives and the horizon problem", *Journal of Accounting and Economics*, 14, p.51-89.
- DeFusco, R., Johnson R. et Zorn T., 1991, "The association between executive stock-option plan changes and managerial decision making", *Financial Management*, p. 36-43.

- DeFusco, R., Johnson R. et Zorn T., 1990, "The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders", *Journal of Finance*, 65, p.617-627.
- Desbrières P., 1997a, "Stock-options et signalisation : le cas français", in : *Le gouvernement des entreprises*, Charreaux G., ed., Paris, Economica, p.273-302.
- Desbrières P., 1997b, "La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise", in : *Le gouvernement des entreprises*, Charreaux G., ed., Paris, Economica, p.361-395.
- Desbrières P., 1995, *Ingénierie financière*, Paris, Litec.
- Desbrières P., 1991, *Participation financière, stock-options et rachat d'entreprises par les salariés*, Paris, Economica.
- Desbrières P., 1989, "Politique de dividendes, information et gestion de l'actionnariat", *Revue du Financier*, p.23-29.
- Eaton J. et Rosen H., 1983, "Agency, delayed compensation and the structure of executive remuneration", *Journal of Finance*, 38, p.1489-1505.
- Fagnot O., 1999, "Les plans d'options sur actions (stock-options) : un complément de rétribution adopté par la moitié des entreprises françaises cotées en bourse", *Premières Informations*, 99.03, n° 10.1., MES-DARES.
- Fama E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88, p.288-307.
- Gaver J., Gaver K., 1993, "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16, p.125-160.
- Gaver J., Gaver K., 1995, "Compensation policy and the investment opportunity set", *Financial Management*, 24, p.19-32.
- Grossman S. et Hart O., 1982, "Corporate financial structure and managerial incentives", in : *The Economics of Information and Uncertainty*, McCall (ed.), Chicago : University of Chicago Press, p.107-202.
- Haig T., 1988, "Aligning executive total compensation with business strategy", *Human Resource Planning*, 12, p.221-227.
- Haugen R. et Senbet L., 1981, "Resolving the agency problems of extern capital through stock-options", *Journal of Finance*, 36, p.629-647.
- Hemmer T., 1993, "Risk-free incentive contracts : eliminating agency cost using option based compensation schemes", *Journal of Accounting and Economics*, 16, p.447-473.
- Hemmer T., Matsunaga S. et Shevlin T., 1996, "The influence of risk diversification on the early exercise of employee stock options by executive officers", *Journal of Accounting and Economics*, 21, p.5-43.
- Hirshleifer D. et Suh Y., 1992, "Risk, managerial effort, and project choice", *Journal of Financial Intermediation*, 2, p.308-345.
- Holmstrom B. et Ricard i Costa J., 1986, "Managerial incentives and capital management", *Quarterly Journal of Economics*, 90, p.835-860.
- Huddart S., 1994, "Employee stock options", *Journal of Accounting and Economics*, 18, p.207-231.
- Huddart S. et Lang M., 1996, "Employee stock option exercises : an empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 21, p.5-43.
- Jensen M. et Meckling W., 1976, "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, p.305-360.
- John T. et John K., 1993, "Top-management compensation and capital structure", *Journal of Finance*, 48, p.949-974.
- Kahneman D. et Tversky A., 1979, "Prospect theory : an analysis of decision under risk", *Econometrica*, 47, p.263-291.
- Lambert D., Lanen W. et Larcker D., 1989, "Executive stock-option plans and corporate dividend policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, p.409-425.
- Lambert D. et Larcker D., 1983, "Executive compensation effects of large corporate acquisition", Papier de recherche, Université de Northwestern.
- Lambert D., Larcker D. et Verrechia R., 1991, "Portofolio considerations in valuing executive compensation", *Journal of Accounting Research*, 29, p.129-149.
- Larcker D., 1983, "The association between performance plan adoption and corporate capital investment", *Journal of Accounting and Economics*, 5, p.3-30.
- Lemgruber E., 1986, "Stock option plans and corporate behavior", Thèse de doctorat, Université de Californie à Los Angeles.
- Manne H., 1965, "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, 74, p.110-120.

- Matsunaga, S., 1995, "The effects of financial reporting costs on the use of employee stock options", *Accounting Review*, 70, p.1-26.
- Mehran H., 1992, "Executive incentive plans, corporate control, and capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, p.539-550.
- Mehran H., 1995, "Executive compensation structure, ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, 38, p.163-184.
- Miller M. et Scholes M., 1982, "Executive compensation, taxes and incentives", In : Sharpes W. et Cootner C., *Financial economics : essays in honor of Paul Cootner*, Prentice-Hall, p.179-201.
- Smith C. et Watts R., 1992, "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, 32, p.263-292.
- Veeliyath R., 1999, "Top management compensation and shareholder returns : unravelling different models of the relationship", *Journal of Management Studies*, 36, p.123-143.
- Yermack, D., 1995, "Do corporations award CEO stock options effectively ?", *Journal of Financial Economics*, 39, p.237-269.
- Yermack, D., 1997, "Good timing : CEO stock option awards and company new announcements", *Journal of Finance*, 52, p.449-477.