

# ENJEUX ETHIQUES DES FORMULES D'ACTIONNARIAT DES DIRIGEANTS

Philippe **DESBRIERES**, Samuel **MERCIER**  
IAE Dijon  
Université de Bourgogne

## Résumé

Cet article a pour ambition de construire une réflexion théorique portant sur les enjeux éthiques des formules d'actionnariat des dirigeants. Une croissance économique soutenue et la performance des marchés boursiers ont, en effet, conduit de nombreuses firmes à introduire des plans d'option sur actions (POA ou *stock-options*) et des formules d'actionnariat ou à accroître leur importance dans le panier de rémunération de leurs dirigeants. Or, compte tenu des montants en jeu, ces mécanismes font depuis quelques années l'objet d'une vive controverse. Sur le plan théorique, notre contribution s'inscrit dans une vision partenariale de la gouvernance (au sens de Charreaux et Desbrières, 1998), associant les dirigeants à l'ensemble des parties prenantes. Nous analysons donc les incidences de ces formules de rémunération sur les processus de création et de répartition de valeur en nous appuyant sur les études théoriques et empiriques qui ont pu être menées ainsi que sur des observations factuelles. Nous étudions, dans un premier temps, les conséquences pour les actionnaires, qui en prennent la décision, de l'adoption de ces formules de rémunération. La question est alors de savoir si ces pratiques favorisent l'amélioration de la performance organisationnelle et la politique de recrutement, la motivation et la fidélisation des dirigeants. Puis, nous analysons cette pratique du point de vue des autres parties prenantes en distinguant, d'une part, les changements du niveau de risque supporté par les dirigeants, et d'autre part, les incidences des formules d'actionnariat sur la stabilité de la coalition organisationnelle. En conclusion, quelques pistes sont suggérées pour donner à la politique de rémunération des dirigeants un fort contenu éthique.

## Mots-Clés

Ethique, rémunérations, dirigeants, actionnariat, stock-options.

## Introduction

Une croissance économique soutenue et la performance des marchés boursiers ont conduit de très nombreuses firmes, tant nord-américaines qu'européennes, à introduire des plans d'actionnariat et d'option sur action (dorénavant POA ou *stock-options*) ou à accroître leur importance dans le panier de rémunération de leurs dirigeants. Leur part dans la rémunération globale des dirigeants et cadres supérieurs atteint, en effet, 30 à 40 % au Canada (ACA News, juillet-août 1995) et davantage encore aux Etats-Unis où, en moyenne, la valeur des options octroyées représente de 110 % à 300 % du salaire annuel des bénéficiaires (Chingos et Engel, 1998). Meyer (2000, p. 9) estime, d'après une enquête menée auprès des dirigeants des 200 plus grandes entreprises américaines, que 90 % de leur rémunération est basée sur la performance. La valeur des *stock-options* distribuées représente, à présent, plus de la moitié de leur rémunération totale. De plus, près d'un tiers de ces grandes entreprises ont élargi leurs POA à d'autres collaborateurs. Ainsi, de 1989 à 1999, la proportion d'actions réservées aux salariés est passée de 6,9 % à 13,7 %. Selon Rappaport (1999, p. 91), les *stock-options* représentent environ 30 % de la rémunération des cadres supérieurs. Murphy (1998, p. 77 et s.) montre que la part des options dans la rémunération des dirigeants varie très fortement en fonction du secteur d'activité, de la taille et de la nationalité des firmes.

Ces mécanismes font depuis quelques années l'objet d'une vive controverse, compte tenu des montants en jeu. Si leur caractère incitatif et leur efficacité dans la réduction des conflits d'intérêt opposant actionnaires et dirigeants sont généralement reconnus, on voit se développer l'opposition de nombreux actionnaires, notamment en assemblée générale. Ainsi, de moins de 4 % il y a une décennie, la proportion moyenne des votes "contre" l'adoption de POA atteint à présent 20 % aux Etats-Unis et, dans certains cas, les plans ont été modifiés et les administrateurs remplacés (Desbrières et alii, 2000, p. 135 ; voir également Wagner et Wagner, 1997). Les conseils d'administration sont donc soumis à une pression croissante des actionnaires qui veulent s'assurer qu'il existe une relation effective entre l'octroi de telles formules de rémunération et la performance financière spécifique de la firme, c'est-à-dire hors mouvements haussiers des marchés boursiers.

Les contestations dépassent largement les actionnaires et les investisseurs institutionnels pour impliquer d'autres parties prenantes comme les salariés et leurs syndicats, les milieux politiques, les media... De même, dans l'opinion publique, les POA alimentent les critiques. Certains sondages indiquent que les trois quarts des Américains se plaignent de la rémunération excessive des dirigeants (Business Week, 1997 ; The Economist, novembre 2000)<sup>1</sup>. Pour 77 % des Français, les chefs d'entreprise n'ont pas à bénéficier de tels compléments de rémunération (Delarce, 1999, p. 14). Des pratiques de rémunération jugées abusives ont entraîné des polémiques retentissantes aux USA, au Royaume-Uni, au Canada, ainsi qu'en France à la suite des offres publiques sur Paribas et Elf Aquitaine lorsque les gains potentiels des *stock-options* détenues par les présidents sortants ont été rendus publiques. A ce titre une réforme du régime fiscal français des POA vient d'avoir lieu en mai 2001.

Confrontés à des pressions tant internes qu'externes, les administrateurs de sociétés, les Directeurs des Ressources Humaines et les spécialistes de la rémunération affrontent de nouveaux défis. Il ne s'agit plus seulement d'aborder la question du lien entre rémunération et performance mais aussi de s'interroger sur l'éthique du système de rémunération qu'ils sont chargés de concevoir et de gérer.

Selon Goodpaster (1997, p. 52), la recherche en éthique peut contenir les trois dimensions suivantes :

---

<sup>1</sup> Selon Business Week (1997), 47 % des dirigeants eux-mêmes jugent que leur niveau de rémunération est trop élevé.

- descriptive, il s'agit alors de décrire les systèmes de valeurs des individus ou groupes d'individus ;
- normative, cela concerne les jugements portés aux actions (bon ou mauvais, vrai ou faux, vice ou vertu) ;
- analytique (point de vue méta-éthique), cette dimension pose des questions sur le sens et l'objectivité des jugements éthiques. L'objectif est alors d'expliquer les différences entre les points de vue scientifiques, religieux, culturels et les implications de ces différences sur les jugements éthiques.

Notre article vise à alimenter les réflexions ayant actuellement cours sur le bien fondé de ces formules de rémunérations, en portant un intérêt particulier aux pratiques observées, à leurs finalités et à leurs conséquences économiques, politiques, sociales, culturelles. Plus précisément, notre ambition est de construire un cadre théorique portant sur les enjeux éthiques des formules d'actionnariat des dirigeants. La pensée éthique est principalement alimentée par deux courants distincts que nous allons brièvement présenter (Brady et Dunn, 1995). D'une part, la position déontologique se base sur des obligations et maintient qu'il existe une éthique universelle respectant des principes de droits et de justice (voir Kant, 1982 ; Rawls, 1971 ; Habermas, 1988). D'autre part, le courant téléologique analyse la moralité comme résultant des actes qui produisent les conséquences les plus positives.

Le raisonnement déontologique prend ses sources dans les travaux de Kant. Il pose comme principe le fait que chaque personne humaine possède une dignité fondamentale qui commande un respect absolu. La valeur d'une décision tient au fait qu'elle correspond à un devoir qui s'impose à la conscience. L'obligation morale apparaît alors comme un impératif catégorique auquel tout être humain rationnel doit se soumettre : “ Agis uniquement selon la maxime qui fait que cela devienne une loi universelle ” (Kant, 1982, p. 136). Les individus doivent être traités comme des fins et non des moyens. Ainsi, pour qu'une décision puisse être considérée comme éthique, elle doit satisfaire les trois conditions suivantes : être valide universellement, respecter les êtres humains comme individus et être acceptable pour tout être rationnel, de telle sorte que si les rôles étaient inversés, les parties concernées seraient toujours d'accord.

En revanche, l'approche téléologique considère que la valeur d'un acte découle de ses visées et de ses conséquences. Elle invite donc à analyser les conséquences provoquées par une décision pour en mesurer “ l'éthicité ”. Si la décision entraîne des avantages supérieurs aux inconvénients (dans une logique utilitariste<sup>2</sup>), elle est considérée comme éthique. D'un point de vue téléologique, les dirigeants doivent prendre les décisions qui génèrent le plus de bénéfices pour le plus grand nombre de parties prenantes. Deux problèmes restreignent, cependant, la portée de ce courant : celui de la quantification de l'utilité à partir du nombre de personnes affectées et celui de la non prise en compte des conséquences injustes de décisions prises en fonction de la majorité.

Nous souhaitons, dans cet article, analyser les incidences des formules d'actionnariat des dirigeants sur les processus de création et de répartition de valeur en nous appuyant sur les principales études empiriques qui ont pu être menées ainsi que sur des observations factuelles. Plus précisément, nous optons principalement pour une approche téléologique de l'éthique puisque nos interrogations portent sur l'utilité sociale de ces POA à travers l'analyse des conséquences sur les différentes parties prenantes. Nous adoptons comme cadre théorique, la vision partenariale de la gouvernance (au sens de Charreaux et Desbrières, 1998 ; Blair, 1995),

---

<sup>2</sup> Selon Beauchamp et Bowie (1988, p. 26), le principe utilitariste est le suivant : “ Nous devons toujours produire la plus grande somme possible de valeur positive ou la plus petite somme possible de valeur négative pour les personnes affectées ”.

associant les dirigeants à l'ensemble des parties prenantes (ou *stakeholders*<sup>3</sup>, ci-après SH). Dans ce cadre, les dirigeants sont au centre d'un réseau contractuel composé de SH internes et externes. En tant qu'agents de leur organisation (cf. Hill et Jones, 1992), il doivent agir dans l'intérêt de leurs SH pour préserver la survie de l'entreprise. Dans une optique instrumentale, Jones (1995, p. 422) indique que les firmes qui contractent avec leurs SH sur la base de la coopération et de la confiance mutuelle s'octroient un avantage compétitif sur celles qui le font pas (dans le sens où les coûts liés à l'opportunisme ou à sa prévention diminuent). Il s'agit donc d'élargir la représentation que les sciences de gestion se font du rôle et des responsabilités du dirigeant : au-delà de la fonction de maximisation du profit, de la rentabilité, il convient de prendre en compte les intérêts et les droits des autres catégories de SH que ceux des seuls actionnaires.

Toutefois, cet ancrage téléologique sera complété, dans une optique plus déontologique, par la prise en compte de concepts tels que le respect des droits des différents SH et la recherche de la justice organisationnelle (distributive et procédurale) et de l'équité (interne et externe). Nous considérons, en effet, en accord avec Brady et Dunn (1995), Racine (1991, p. 53) et MacDonald et Beck-Dudley (1994) que les deux approches se conjuguent nécessairement. La notion de justice distributive a été présentée par le philosophe scolastique Saint Thomas d'Aquin, prolongeant les réflexions d'Aristote dans "L'éthique de Nicomaque" (livre V, chapitre V). Dans la "*Summa Theologica*", Saint Thomas d'Aquin indique qu'elle concerne le partage des ressources entre les membres d'une communauté. Le principe de justice distributive implique que cette distribution doit se faire proportionnellement aux contributions que chacun a apporté.

Rawls (1971), dans sa conception de la justice, s'intéresse également à cet aspect. Il formule le principe général de justice suivant : chacun a droit à une égale considération, c'est-à-dire à être traité de manière équitable. On note ici une critique à l'éthique utilitariste qui accepte l'idée que certains individus puissent être sacrifiés, si cela permet de maximiser le bien-être général. Rawls formalise également le principe de différence : les inégalités économiques et sociales sont "...justes si elles produisent, en compensation, des avantages pour chacun, si elles bénéficient aux individus les moins favorisés" (Russ, 1994, p. 88). En outre, il met en évidence l'importance du concept de justice procédurale : la moralité des principes régissant la vie d'un groupe social est assurée essentiellement par la procédure qui mène à leur adoption. Cette procédure doit être juste et équitable pour tous.

Depuis quelques années, la recherche centrée sur l'importance de la justice procédurale dans la construction et l'évaluation des pratiques organisationnelles s'est fortement développée (voir Folger et Konovsky, 1989 ; Greenberg, 1987, 1990 ; Mc Farlin et Sweenay, 1992). Dans ce cadre, la justice procédurale se réfère à la perception d'impartialité des procédures pratiquées et aboutissant aux décisions organisationnelles. Selon Lind et Tyler (1988), la justice procédurale concerne la façon dont les procédures sont jugées comme équitables.

Nous étudions, dans un premier temps, les conséquences pour les actionnaires, qui en prennent la décision, de l'adoption de ces formules de rémunération. La question est alors de savoir si ces pratiques favorisent l'amélioration de la performance organisationnelle et la politique de recrutement, de motivation et de fidélisation des dirigeants. Puis, nous analysons cette pratique du point de vue des autres parties prenantes en distinguant, d'une part, les changements du niveau de risque supporté par les dirigeants, et d'autre part, les incidences de l'adoption des formules d'actionnariat sur la stabilité de la coalition organisationnelle. En conclusion, quelques pistes sont suggérées pour donner à la politique de rémunération des dirigeants un fort contenu éthique.

---

<sup>3</sup> Selon Freeman (1984, p. 46), une partie prenante est un individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels.

## 1. Incidences des plans d'actionnariat et d'options pour les actionnaires

Les principales conséquences de ces formules de rémunération, pour les actionnaires, tiennent au fait qu'elles permettent une amélioration des performances des firmes et favorisent la politique de recrutement, de motivation et de fidélisation des dirigeants.

### 1. 1. Accroissement de la performance à long terme des firmes

Le recours à l'actionnariat et aux POA est généralement étudié dans le cadre conceptuel de la théorie de l'agence, qui analyse les relations contractuelles entre dirigeants et actionnaires. La convergence de leurs intérêts est théoriquement assurée par le système de contrôle du dirigeant, ou système de gouvernance de la firme, qui comprend des mécanismes de marché entrant en interaction avec d'autres, spécifiques à la firme<sup>4</sup>. Dans ce cadre d'analyse, en incitant les *managers* à maximiser la valeur des actions de la firme qu'ils gèrent, les formules d'actionnariat seraient un moyen efficace pour réguler les conflits inhérents à la séparation des fonctions de propriété et de décision. D'ailleurs, les investisseurs et conseils d'administration exigent de plus en plus que la rémunération des *managers* contribuant significativement au processus de création de richesse soit étroitement et durablement liée à la performance financière de la firme. On voit alors se réduire la proportion *fixe* et à *court terme* (salaires et primes) et/ou s'accroître la part *variable/aléatoire* et à plus *long terme* (actions, options...) de leur rémunération<sup>5</sup>.

Plusieurs auteurs anglo-saxons ont mesuré une réaction favorable du marché boursier à l'annonce de l'adoption de plans d'actions et d'options. Ainsi, les investisseurs anticipent que cette politique leur sera profitable. Ces anticipations sont confirmées par d'autres études qui montrent que ces modes de rémunération incitent les *managers* à prendre des décisions financières conformes aux intérêts des actionnaires (accroissement des investissements, en volume comme en niveau de risque, financés prioritairement par endettement...), donc à créer davantage de richesse actionnariale<sup>6</sup>, ce particulièrement dans les firmes caractérisées par une forte asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants<sup>7</sup>. Toutefois, plusieurs travaux soulignent la faiblesse du lien entre la rémunération des managers et la performance de la firme (voir notamment Jensen et Murphy, 1990 ; Yermack, 1995 ; Gomez-Mejia et Wiseman, 1997 et pour une discussion et mise au point Murphy, 1998, p. 26 et s.), ainsi que la difficulté à établir un sens de causalité entre elles<sup>8</sup>. La corrélation semble nettement plus stable entre la rémunération des dirigeants et la taille de leur entreprise comme le suggérait déjà Baumol en 1959 (p. 46). Ainsi, selon Magnan et al. (2000, p. 319), les variables de performance des entreprises n'expliquent, selon les études, que 5 à 15 % des variations de rémunérations entre dirigeants. Il semble que les théories d'ordre psycho-sociologique accordant une grande importance aux notions de comparaison sociale et d'équité, possèdent un pouvoir explicatif supérieur. Par exemple, pour Simon (1957 ; cité par Carr et Valinezhad, 1994, p. 86), le niveau de rémunération des dirigeants croît principalement avec l'augmentation du nombre de niveaux hiérarchiques.

---

<sup>4</sup> Les sources de conflits entre actionnaires et dirigeants tiennent : (1) au différentiel de risque supporté par ces derniers ; (2) aux divergences sur l'horizon d'investissement ; (3) aux prélèvements effectués par les dirigeants au détriment de la richesse des actionnaires. Le lecteur trouvera une synthèse des travaux anglo-saxons et français sur les modes de résolution de ces conflits dans l'ouvrage édité par Charreaux (1997).

<sup>5</sup> Cette substitution est avantageuse pour les actionnaires puisque les actions et options attribuées n'obèrent pas la capacité bénéficiaire de la firme, et, sous certaines conditions, ne subissent pas les cotisations sociales ni les taxes et participations qui auraient été dues en cas de versements de sursalaires.

<sup>6</sup> La création de valeur actionnariale est alors considérée comme la principale mesure de la performance organisationnelle, les autres parties prenantes étant supposées être rémunérées à leur coût ou prix d'opportunité (cf. Charreaux et Desbrières, 1998).

<sup>7</sup> Ces différentes études sont présentées par Desbrières et alii (2000).

<sup>8</sup> On ne sait pas encore si c'est l'adoption de ces plans d'options ou d'actions qui influence les décisions des *managers* ayant pour effet d'accroître la valeur créée, ou inversement, si ce sont ces derniers qui, anticipant des conditions économiques favorables, sont plus enclins à être ainsi rémunérés pour pouvoir s'enrichir.

Cela résulte du souci de différencier les rémunérations selon la position de chacun dans l'échelle hiérarchique. De ce point de vue, le dirigeant n'est donc pas payé *a priori* sur la base de sa contribution aux résultats, ce qui peut sembler non éthique. Or, c'est bien l'existence d'un lien étroit avec la performance qui pourrait justifier, du point de vue des actionnaires, la distribution de rémunérations élevées. De ce point de vue, l'attribution de *stock-options* peut donc poser problème si elle ne constitue pas une récompense de la performance effectivement réalisée ou n'est pas mise en place à des fins incitatives.

En outre, les modalités contractuelles des formules d'actionnariat définies par le conseil d'administration contribuent parfois à cette faiblesse du lien entre rémunération et performance organisationnelle, tout particulièrement dans le cas des POA. En effet, lorsque le prix des actions vient à chuter fortement en dessous du prix d'exercice des options, certaines firmes prévoient d'annuler celles antérieurement attribuées pour adopter un nouveau plan, d'une durée généralement égale voire supérieure à celle initialement prévue pour l'ancien plan, avec un nouveau prix d'exercice conforme au cours actuel de l'action. Cette pratique de réévaluation (ou *repricing*) est très ambivalente puisque, si elle contribue à préserver le caractère incitatif du POA lorsque les décisions managériales déterminent la performance de la firme (Acharya et alii, 2000), elle peut nuire au rapprochement des intérêts des dirigeants et des actionnaires puisqu'elle neutralise l'incidence défavorable de la chute des cours pour les premiers alors que les seconds essuient une perte. Dans ce dernier cas, cela conduirait à amoindrir considérablement l'effet incitatif escompté à long terme<sup>9</sup>. Ainsi, au cours des années 80, l'entreprise Apple a modifié à 6 reprises le prix de ces options (Walters et al., 1995, p. 231). Cette pratique ne semble toutefois pas très répandue (du moins tant que les marchés boursiers se portent bien). Selon Hall (2000, p. 125), moins de 2 % des grandes entreprises ont procédé à une réévaluation de leurs plans d'options en 1998. Brenner et alii (2000) montrent que seulement 1,3 % des managers des 1500 plus grandes firmes américaines ont bénéficié d'une telle pratique entre 1992 et 1995. La réduction obtenue représentait en moyenne 40 % du prix d'exercice initial des options et était supérieure à 70 % pour un manager sur dix. Les auteurs trouvent aussi que la probabilité que les managers bénéficient de cette mesure est d'autant plus forte que la performance boursière de leur firme (absolue et relative aux entreprises du même secteur) a été mauvaise au cours des trois dernières années, que celle-ci est de petite taille et qu'il existe des conflits au sein du comité de rémunération. Chance et alii (2000) produisent des résultats comparables. Les firmes de leur échantillon qui ont abaissé le prix d'exercice des *stock-options* de leurs dirigeants (dans une proportion moyenne de 41 %) ont enregistré une rentabilité anormale (relativement à l'indice de marché) de près de - 50 % sur les huit mois précédant l'opération, sans que celle-ci ne se redresse dans les mois suivants. Les auteurs trouvent aussi des résultats complémentaires : les autres composantes de la rémunération des dirigeants concernés n'ont pas été diminuées pour compenser l'avantage ainsi accordé et la probabilité de bénéficier de celui-ci est d'autant plus élevée que les firmes qu'ils gèrent, relativement à un échantillon de contrôle, sont de faible taille, sous-évaluées, ont un conseil d'administration contrôlé par les dirigeants et disposent d'importantes liquidités (*free cash flows*). Ces différents résultats montrent donc que la pratique du *repricing* des options résulte de dysfonctionnements dans le système de gouvernance des firmes et aboutissent à des transferts de richesse en faveur des dirigeants et au détriment des actionnaires<sup>10</sup>.

D'autres entreprises font bénéficier aux *managers* de la possibilité de *recharger* leurs options (*reload option*) lorsqu'ils exercent tout ou partie de celles-ci avant leur échéance et financent les titres ainsi acquis à l'aide d'actions qu'ils détenaient déjà. Elles leur offrent alors une option

---

<sup>9</sup> Des simulations réalisées par Johnson et Tian (2000a) montrent en effet que si elles leur sont très favorables sur un plan financier, ces options sont celles qui incitent le moins les dirigeants à maximiser la valeur de marché des actions de la firme qu'ils gèrent.

<sup>10</sup> Toutefois, Chance et alii (2000) ne mettent pas en évidence de réaction particulière des actionnaires : la rentabilité anormale mesurée autour de l'annonce du *repricing* des *stock-options* des dirigeants n'est pas significative.

additionnelle qui leur donne le droit d'acheter le même nombre d'actions que celles apportées en paiement des titres acquis, pour une durée correspondant à la maturité résiduelle des options levées et pour un prix d'exercice réévalué en fonction de l'accroissement de la valeur des actions depuis l'attribution initiale. Or, quoiqu'elle puisse encourager l'actionnariat chez les dirigeants détenteurs d'options, cette pratique n'est pas directement liée à la performance réalisée par la firme. De plus, Johnson et Tian (2000a) montrent que, si ces options ont un caractère incitatif légèrement supérieur à celui des *stock-options* traditionnelles, elles sont de loin les plus coûteuses pour la firme compte tenu de l'avantage concédé aux dirigeants.

Enfin, les actions et *stock-options* n'étant pas enregistrées en comptabilité, celles-ci risquent d'être considérées comme "gratuites" et attribuées avec une certaine démesure, réduisant alors le lien entre la performance financière et la rémunération des *managers*. Pour pallier cet inconvénient, une récente norme comptable américaine impose aux entreprises cotées de publier la valeur des options allouées, soit comme charge (non déductible fiscalement) au compte de résultat, soit en annexe des états financiers. En fait, bien qu'elles n'obèrent pas la capacité bénéficiaire de la firme, ces formules de rémunération sont coûteuses : elles entraînent une dilution des droits des actionnaires sur la richesse créée et de leurs droits de vote. C'est pourquoi les POA limitent souvent cette dilution, tant en Amérique du Nord qu'en France, soit en limitant le nombre d'actions pouvant finalement être ainsi acquises (cf. Fagnot, 1999 ; Poulain-Rehm, 2000), soit en adoptant un plan d'options d'achat d'actions (rachetées préalablement) plutôt qu'un plan d'options de *souscription* d'actions (qui conduit à une augmentation de capital), le nombre total d'actions en circulation restant alors constant, malgré la levée d'options par les cadres.

## 1.2. Facilitation de la stratégie de recrutement et de fidélisation des dirigeants

Les salaires et les primes ont une influence limitée sur le recrutement et la motivation des managers dans la mesure où leur progression est limitée, alors que les formules d'actionnariat permettent de réaliser des gains substantiels<sup>11</sup> assortis d'avantages fiscaux (impôts réduits ou reportés). Ainsi, la valeur potentielle importante des actions et des *stock-options* octroyées est généralement un atout pour attirer les meilleurs éléments, pour les motiver et les inciter à contribuer à la création de valeur actionnariale. Il convient, à ce sujet, de noter que ces pratiques se sont développées largement dans les entreprises de la nouvelle économie afin d'attirer des cadres aux compétences rares (cf. Charreaux, 2000, p. 316). Cela a contraint les autres entreprises à proposer à leurs dirigeants des systèmes de rémunération équivalents. Ce point met en évidence l'importance de la notion d'équité externe : si les rémunérations des dirigeants ne sont pas perçues comme suffisamment attractives, il y a un risque de fuite des meilleurs vers d'autres entreprises.

Les formules d'actionnariat et les plans d'options favorisent aussi la fidélisation des managers. En effet, la perspective de réaliser un gain financier si les actions prennent de la valeur les retient dans l'entreprise. La revente des actions acquises ne s'effectuant généralement qu'après plusieurs années (d'autant que des clauses d'indisponibilités des *stock-options* et d'incessibilité des actions détenues sont imposées<sup>12</sup>), les *managers* doivent demeurer en fonction dans la firme pour réaliser ce gain. Ce mécanisme combinant incitation et coercition est nommé "menottes dorées" (*golden handcuffs*). Il n'est toutefois pas exempt d'effets pervers. En effet, se posera à terme le problème de la motivation de ces dirigeants ou cadres lorsqu'ils auront

---

<sup>11</sup> Particulièrement avec les POA qui offrent un gain égal à l'accroissement de valeur de l'action dès lors que celle-ci est devenue supérieure au prix d'exercice de l'option.

<sup>12</sup> En France, un POA sur deux précise une période (de deux à cinq ans) durant laquelle la levée des options est interdite. Certains imposent une période de conservation des actions acquises du fait de la levée des options pendant une période pouvant aller jusqu'à trois ans (cf. Fagnot, 1999 ; Poulain-Rehm, 2000).

réalisé leurs plus-values, principalement si de nouveaux plans d'actionnariat ou d'options ne leur sont pas attribués avant ce terme, ou si ces plus-values leur permettent de faire fortune.

Il apparaît finalement qu'une politique de rémunération intégrant ces mécanismes favorise la création de valeur pour les actionnaires et ne permet l'enrichissement des *managers* que si la valeur actionnariale s'accroît. De plus, du fait des importants gains financiers espérés, voire de leur valeur symbolique, les plans d'actionnariat et les POA constituent un outil précieux de la politique de recrutement, de motivation et de fidélisation des dirigeants et des cadres. Cette analyse est corroborée par la pratique, les firmes françaises déclarant adopter un POA pour : 1) motiver et inciter les *managers* à haut potentiel à améliorer les résultats futurs en créant une communauté d'objectifs avec l'entreprise ; 2) attirer et fidéliser les meilleurs éléments ; 3) récompenser les performances individuelles ; 4) inciter les décideurs à se préoccuper de la performance à long terme de l'entreprise (cf. Fagnot, 1999 ; Poulain-Rehm, 2000).

## **2. Incidences de l'actionnariat pour les autres parties prenantes**

Il convient, dans cette partie, de distinguer les conséquences de l'utilisation des formules d'actionnariat pour les dirigeants, qui sont au cœur du processus de création et de répartition de la richesse, de celles concernant d'autres parties prenantes comme les salariés, les prêteurs...

### **2.1. Le changement du niveau de risque supporté par les dirigeants**

Si elle leur permet de s'approprier une part de la rente qu'ils ont contribué à créer, l'attribution d'actions et d'options accroît le risque assumé par les dirigeants puisque leur fortune dépend dorénavant de la performance de l'entreprise, alors qu'ils y ont déjà placé leur capital humain. Une telle concentration dans la firme de ces investissements difficilement diversifiables<sup>13</sup>, peut pousser les dirigeants à adopter deux comportements extrêmes : prendre les décisions les moins risquées (pour "sécuriser" leur position) ou au contraire les plus risquées (afin de maximiser la valeur de leurs titres). Cette incitation est particulièrement forte en cas d'adoption de POA puisque les dirigeants ne réalisent aucun investissement financier lors de l'attribution des options (et tant qu'ils ne les exercent pas) et ne supportent qu'un coût d'opportunité et non une perte en capital réelle en cas de chute du cours de l'action. Ils ne supportent donc pas les mêmes risques que les actionnaires. Dans ce contexte, il n'est pas certain que ces formules d'actionnariat favorisent l'alignement des intérêts des dirigeants et des cadres sur ceux des actionnaires et conduisent à un accroissement de la performance à long terme des firmes qu'ils gèrent.

De plus, le dirigeant a accès à des informations internes qui ne sont pas disponibles pour les actionnaires (Walters et al., 1995). Il bénéficie d'une asymétrie informationnelle puisqu'il possède une meilleure connaissance des options stratégiques et des produits futurs de son organisation. Il est donc le mieux placé pour estimer le sens et l'ampleur des variations futures de profit, ou, à conditions boursières inchangées, du prix de l'action. Cela peut conduire les

---

<sup>13</sup> Les dirigeants peuvent difficilement multiplier les contrats de travail et les mandats sociaux, et vendre à découvert les actions de leur entreprise pour se protéger. Des travaux récents viennent éclairer cette problématique. Toyne et alii (2000) montrent que la part des actions et *stock-options* dans la rémunération des dirigeants est liée positivement à leur taux d'actionnariat initial lorsque celui n'excède pas 13 %. Cette relation devient négative lorsque leur taux de participation est compris entre 13 % et 22 %. Ofek et Yermack (2000) trouvent que les dirigeants déjà significativement actionnaires stabilisent leur niveau de risque en cédant autant de titres qu'ils peuvent en acquérir dans le cadre de leur POA, ce que ne font pas les dirigeants plus faiblement actionnaires. Cette pratique est systématique lors de l'exercice des options, quel que soit leur taux de participation initial. Ce résultat pose ainsi la question de clauses contractuelles limitant la capacité des dirigeants à céder les actions de leur entreprise, lorsque les POA sont adoptés à des fins incitatives.

*managers* à mettre en place des stratégies pertinentes afin de pouvoir exercer leurs options au moment opportun. De même, le dirigeant peut adopter une stratégie de communication adéquate ou influencer le conseil d'administration ou le comité de rémunération de manière à ce que ces options lui soient distribuées soit juste avant l'annonce publique de bonnes nouvelles (susceptibles de faire monter les cours de l'action), soit juste après celle de mauvaises nouvelles (entraînant une baisse des cours). Les études de Yermack (1997) et de Aboddy et Kasnik (2000) révèlent effectivement que les attributions non programmées d'options aux dirigeants d'entreprises américaines sont souvent effectuées juste avant l'annonce de résultats financiers très favorables qui entraînent une hausse significative du cours boursier de l'entreprise. Lorsque l'attribution des options s'effectue selon une fréquence prédéterminée, Aboddy et Kasnik (2000) montrent que les dirigeants concentrent la publication d'informations défavorables inattendues sur les périodes précédant l'obtention des *stock-options* et diffèrent après cette dernière leurs annonces favorables non anticipées, cette stratégie de communication leur permettant de maximiser leurs gains financiers.

Par ailleurs, selon la théorie prospective de la prise de décision (cf. Kahneman et Tversky, 1979), dans un contexte où des gains sont assurés, la plupart des individus ressentent une aversion au risque. Ainsi, dès lors que la valeur des actions détenues est supérieure à leur prix d'achat ou que les *stock-options* sont "dans la monnaie" (hypothèse réaliste puisque l'expérience montre que la détention d'actions est à terme source de gain), le dirigeant aurait tendance à prendre des décisions prudentes, conservatrices, étant donné que la probabilité qu'il réalise *in fine* un gain est très élevée. Contrairement à l'objectif recherché, l'octroi d'actions et d'options pourrait donc accroître l'aversion au risque des *managers* et les dissuader là encore de prendre les décisions favorables aux actionnaires. Dans le cas particulier des POA, on comprend ici pourquoi l'octroi d'une réduction de prix<sup>14</sup> peut être contre-incitatif. Pour qu'existe une relation forte et durable entre la performance des firmes et la rémunération des dirigeants, ce prix d'exercice devrait être un objectif à terme ambitieux pour assurer un accroissement satisfaisant de la richesse des actionnaires, et réaliste pour être dépassé et offrir le gain recherché aux dirigeants. Dans cet esprit, certaines entreprises mettent en place des POA avec une surcote (*premium options*) afin de motiver davantage les dirigeants. Johnson et Tian (2000a) montrent que, si ce type d'options figure parmi les moins intéressantes financièrement pour les dirigeants, elles sont particulièrement incitatives, surtout si on les compare aux *stock-options* traditionnelles. D'autres octroient à leurs dirigeants des options qui ne peuvent être levées qu'à partir du moment où la valeur de marché des actions est devenue supérieure à un seuil prédéterminé, supérieur au prix d'exercice (*performance-vested options*). Celles-ci sont moins coûteuses et beaucoup plus incitatives que des *stock-options* traditionnelles, mais leur rapport coût / avantages les rendent moins intéressantes pour la firme que les *premiums options* (Johnson et Tian, 2000a). De telles formules permettent, en outre, d'éviter que le mécanisme soit vu comme un moyen d'enrichissement facile et conduisant à privilégier le court terme<sup>15</sup>. Le problème réside bien évidemment dans la fixation du montant de cette surcote, étant donné la grande volatilité des marchés boursiers.

Une autre conséquence est liée au fait que la performance boursière de la firme, qui est influencée par plusieurs facteurs sur lesquels ils n'ont aucun contrôle ou qu'ils maîtrisent peu est loin d'être un critère idéal pour évaluer la qualité des décisions et de la gestion de dirigeants soumis au risque systématique du marché boursier, ou gérant des firmes dont la performance est cyclique ou tributaire du prix et de la disponibilité de matières premières, de compétences humaines... Des critères qualitatifs (habiletés de *leadership* et de communication...) devraient

---

<sup>14</sup> Contrairement aux USA où les *stock-options* sont émises à un prix d'exercice égal au cours de bourse de l'action sous-jacente, plus de 80 % des POA français offrent une réduction des prix (cf. Fagnot, 1999 ; Poulain-Rehm, 2000).

<sup>15</sup> Cette pratique peut toutefois entraîner des effets pervers sur les autres parties prenantes : par exemple, la pression pour obtenir davantage de rentabilité peut faire peser des menaces sur le maintien de certains emplois.

aussi être pris en compte ainsi que la performance individuelle, une fois les actions et options octroyées. Se pose donc la question de la pertinence de celles-ci comme mécanisme d'incitation des dirigeants à la performance. De plus, les POA permettent aux dirigeants de s'enrichir dès que l'option est "dans la monnaie", y compris lorsque l'entreprise réalise des performances boursières nettement inférieures à celles de ses principaux concurrents. L'action de l'entreprise peut même s'apprécier alors que les objectifs financiers n'ont pas été atteints. Dans ce cas, durant une période de croissance boursière, les dirigeants ne sont pas forcément rétribués pour la qualité de leurs compétences managériales.

De façon symétrique, les dirigeants peuvent chercher à négocier des compensations dans le cas où les marchés boursiers seraient stables ou en récession.

Une solution consiste à offrir une combinaison d'actions, d'options, et de primes fondées sur des mesures comptables de la performance<sup>16</sup> ou à gérer les formules d'actionnariat en ne considérant pas la fluctuation *absolue* du prix des actions mais leur fluctuation *relative* en comparaison des concurrents ou du secteur d'activité (*indexed options*). Cette pratique permet de lier la rémunération des dirigeants à la performance boursière spécifique (hors évolution du marché) de la firme et de ne pas sanctionner ces derniers en cas d'évolution défavorable du marché indépendante de la qualité de leur gestion et de la situation particulière de l'entreprise<sup>17</sup>. Les options indexées, les moins coûteuses pour la firme (donc les moins intéressantes financièrement pour les dirigeants) et les plus incitatives, se classent en termes de rapport coût / avantage juste devant les options "surcotées" (*premium options*) et dominent tous les mécanismes d'options envisageables (Johnson et Tian, 2000a).

Il est aussi possible de relier directement l'attribution d'actions ou d'options à la performance individuelle, voire collective, des *managers*. Ainsi, près de 60 % des entreprises françaises ayant adopté un POA utilisent la performance individuelle comme critère d'attribution des options et près de la moitié octroient les options en fonction du potentiel de l'individu<sup>18</sup> (Fagnot, 1999).

Les réponses apportées aux problèmes soulevés ici sont d'importance car elles conditionnent l'équité perçue des formules d'actionnariat comme dispositif de partage de la richesse créée ainsi que la relation qu'elles entretiennent avec la performance individuelle, ces deux dimensions s'avérant être d'importants facteurs de l'implication des *managers* concernés (Poulain-Rehm, 2000).

## **2.2. Incidences des plans d'actionnariat et d'options sur la stabilité de la coalition organisationnelle**

Le principe de rationalité implique que le dirigeant cherche à maximiser a priori non pas la valeur globale ou partenariale<sup>19</sup> de la firme, mais la part qui lui revient de façon à maximiser la valeur de son capital managérial. Cependant, même s'il dispose d'une grande latitude en matière de partage de la valeur créée et que le pouvoir de négociation des différents SH est faible, il n'a pas intérêt à s'approprier la totalité de la valeur créée non affectée, ou *slack* managérial (Cf. Charreaux et Desbrières, 1998). En effet, dans une perspective dynamique, c'est le réinvestissement de celui-ci qui permettra de faire croître la rémunération des SH déterminants dans le processus de création de valeur, renforcera la solidité et la productivité de la coalition organisationnelle et consolidera ainsi sa position.

---

<sup>16</sup> Cette pratique, assez courant aux USA, a de surcroît l'intérêt de limiter la propension des *managers* à exercer prématurément leurs *stock-options* afin de réduire leur risque.

<sup>17</sup> Pour une analyse théorique du pouvoir incitatif de ces *stock-options* indexées, lire Johnson et Tian (2000b).

<sup>18</sup> Néanmoins pour plus de 75 % des firmes, la fonction est le principal critère d'attribution d'options (Fagnot, 1999).

<sup>19</sup> Il s'agit de la différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité pour les clients et la somme des coûts d'opportunité pour tous les apporteurs de ressources (Cf. Charreaux et Desbrières, 1998).

Ainsi, un partage de la valeur, notamment au travers de l'attribution d'actions et, parfois plus discrètement<sup>20</sup>, de *stock-options*, qui apparaîtrait trop favorable au dirigeant et en totale déconnexion avec l'évolution des rémunérations d'autres SH, pourrait provoquer des conflits importants et entraîner une baisse de la valeur partenariale, par exemple, par une désincitation des salariés. Dans un tel contexte, la manière dont les SH appréhendent l'évolution récente des rémunérations des dirigeants et la façon dont les pratiques de distribution d'actions et d'options sont perçues deviennent des facteurs qui conditionnent la stabilité de la coalition organisationnelle.

La question fondamentale est, en fait, la suivante : les rémunérations des dirigeants sont-elles perçues par les autres SH comme excessives ou sont-elles le juste reflet de leurs compétences et de leur contribution au processus de création de richesse ?

Le problème est d'autant plus crucial que les dirigeants eux-mêmes ont initié dans leur entreprise, depuis la fin des années 80, des démarches de gestion des compétences qui témoignent de l'émergence d'un modèle de GRH individualisant (cf. Pichault et Nizet, 2000). Ce modèle (suggéré également dans Gazier, 1993 ; Zarifian, 1999) traduit l'érosion d'une conception traditionnelle du contrat implicite liant l'employeur et le salarié. L'employeur offrait sécurité de l'emploi, avancement progressif et croissance régulière de la rémunération ; en échange, le salarié apportait son effort et sa loyauté à l'égard de son entreprise (Ellig, 1998 ; Hiltrop, 1995 ; Singh, 1998). A présent, c'est une stratégie de rémunération personnalisée, davantage adaptée aux besoins organisationnels qui se met en place (Igalens et Roussel, 1999, p. 1004).

Pour répondre à la question précédente, nous souhaitons mobiliser le concept de justice organisationnelle et l'appliquer aux systèmes de rémunération des dirigeants : respectent-ils les principes de justice distributive et procédurale ?

Plusieurs études (Thibaud et Walker, 1978 ; Lind et Tyler, 1988 ; Scarpello et Jones, 1996 ; Husted, 1998) ont, en effet, montré que les salariés évaluent non seulement l'équité de la distribution des richesses créées (notion de justice distributive) mais également l'équité des procédures de détermination d'une telle distribution (justice procédurale). Si une telle évaluation est satisfaisante, les disparités entre les niveaux de rémunération sont alors perçues comme légitimes aux yeux des SH et ces derniers sont disposés à entretenir des relations de confiance, de coopération et d'implication active avec la direction de l'entreprise.

En revanche, lorsque les rémunérations ne sont pas perçues comme équitables, une réelle menace peut peser sur la stabilité de la coalition organisationnelle (soulignée par Murphy, 1998, p. 52). Selon Adams (1963), le sentiment d'iniquité provoque une tension interne chez l'individu qui peut affecter son implication organisationnelle. Si un tel sentiment est partagé par l'ensemble des SH, ces derniers risquent de considérer que leurs droits fondamentaux ont été violés. Cette attitude peut alors affecter de manière durable le climat éthique de l'entreprise<sup>21</sup>, mettant en péril la performance organisationnelle et la crédibilité même du dirigeant. Husted (1998) indique, en effet, qu'un problème de légitimité de l'autorité apparaît lorsque les distributions inégales de richesse ne sont pas perçues comme étant justifiées.

La critique porte donc d'une part sur la non application du principe de justice distributive qui implique que les rétributions en vigueur dans l'organisation organisationnelles soient proportionnelles aux contributions individuelles à la richesse créée. Il convient de noter que ce principe est cohérent avec la théorie néoclassique qui indique que chaque acteur organisationnel (y compris le dirigeant) devrait être rétribué à hauteur de sa contribution. Ainsi, les

---

<sup>20</sup> Compte tenu de leur complexité et de leur difficile évaluation, les *stock-options* peuvent être considérés comme un moyen discret d'accroître la rémunération des dirigeants.

<sup>21</sup> Selon Victor et Cullen (1988), le climat éthique est la perception globale, de la part des salariés, du contenu éthique des procédures et pratiques organisationnelles.

rémunérations doivent aller vers ceux qui contribuent le plus à la création de valeur<sup>22</sup>. Une rémunération liée à la performance concrétise donc le principe de justice distributive<sup>23</sup>. Le problème de mesure de la performance des dirigeants reste, toutefois, entier puisqu'il peut s'écouler plusieurs années avant que les effets de leurs actions soient visibles.

A partir des années 80, il semble que les formules d'actionnariat des dirigeants aient grandement contribué à creuser l'écart existant dans les organisations entre les rémunérations les plus hautes et les plus faibles. Les études et comparaisons internationales à ce sujet se sont multipliées. En 1980, aux Etats-Unis, le ratio "rémunération du dirigeant / salaire moyen des employés" était de 42. Il est passé à 85 en 1990 pour atteindre 182<sup>24</sup> en 1998 (selon Carroll et Buchholtz, 2000, p. 557). A titre de comparaison, le dirigeant de Ben & Jerry's Homemade, entreprise très bien évaluée par les organismes de rating social, gagne 7 fois le salaire moyen de ses nouveaux employés (Cochran, 1997, p. 148).

Dans un contexte international, Carr et Valinerhad (1994) estiment qu'un dirigeant américain gagne plus du double que ce que gagne son homologue japonais et une fois et demi ce que gagne son homologue allemand. Ces disparités n'apparaissent pas pour les autres catégories de salariés (Murphy, 1998, p. 8).

De plus, dans les années 1990, la rémunération de certains dirigeants a continué à augmenter<sup>25</sup> alors même que de nombreux salariés ont perdu leur emploi et que le niveau de profit de l'entreprise a diminué. Ce constat peut alimenter la suspicion des SH. Ainsi, Orlando (1999, p. 311) se demande si la conjugaison de l'accroissement des rémunérations des dirigeants avec la mise en place de stratégies de *downsizing*<sup>26</sup> est bien une simple coïncidence. De même, selon Beaver (1999, p. 10), de 1995 à 1999, les dirigeants qui ont supprimé le plus d'emplois sont aussi ceux dont les niveaux de rémunération sont les plus élevés. Leur rémunération a augmenté de 67 % contre 54 % pour ceux qui ont des taux de destruction d'emplois plus faibles. Il indique que ces variations de rémunération s'expliquent principalement par les *stock-options*, les annonces de restructuration entraînant traditionnellement une hausse de la valeur de l'action. Cela conduit à un débat plus large sur le gain économique de ces stratégies de restructuration : quel en sera l'impact sur l'activité, la performance à long terme et finalement la pérennité de l'entreprise ?

De ce point de vue, le renforcement des liens entre actionnaires et dirigeants se ferait au détriment des autres SH : risque de perte de loyauté et d'implication de la part des salariés survivants et de désagrégation du tissu économique local. Il y a un risque de voir les dirigeants privilégier les opérations à court terme qui valorisent rapidement la valeur de leurs actions, plutôt que de se préoccuper du développement à long terme de leur entreprise.

Il convient également d'examiner si ces formules d'actionnariat des dirigeants respectent les principes de justice procédurale.

---

<sup>22</sup> Le principe de justice distributive n'implique donc pas un traitement égal pour chacun, ce sont ceux qui contribuent le plus qui doivent recevoir le plus. Le principe d'équité nécessite donc de traiter les égaux de façon égale.

<sup>23</sup> Il s'agit, ici, d'équité interne : on juge ce qui est équitable en fonction des objectifs d'une entreprise particulière et non par rapport à une norme imposée de façon externe.

<sup>24</sup> Ce ratio n'est pas forcément homogène d'une étude à l'autre. Selon les sources, il s'établit à 187 en 1994 (Beaver, 1999, p. 10), 141 en 1995 (Orlando, 1999), 150 (Cochran, 1997, p. 148) voire 209 (Reingold, 1997) en 1996. AFL-CIO (Anonymous, 1999, p. 18) l'estime même à 419 en 1999 ! Selon Murphy (1998, p. 51), ce ratio est passé de 30 à 210 entre 1970 et 1996. En dépit de ces différences, la tendance confirme un net accroissement des inégalités de rémunération.

<sup>25</sup> Murphy (1998, p. 1) indique que la rémunération moyenne des dirigeants de grandes entreprises américaines a quadruplé entre 1970 et 1996.

<sup>26</sup> Il s'agit d'une volonté délibérée de la part de l'entreprise de réduire sa taille ayant pour conséquence une réduction d'emplois (McKinley, et al., 2000, p. 227).

L'équité de leurs procédures de distribution est un élément essentiel de la perception que les SH se font de l'organisation. Rojot (1992, p. 137-138) indique que le respect de règles procédurales constitue un facteur d'équité. Indépendamment du contenu de ces plans d'actionnariat, la décision est plus acceptable pour tous si les processus d'allocation des formules d'actionnariat sont considérés comme impartiaux et accompagnés de garanties. Ces dernières présentent l'intérêt de s'assurer que la dimension éthique contenue dans la décision d'allocation a été prise en compte mais ne sont pas exemptes de limites : elles ne préjugent, en effet, absolument pas du bien fondé du contenu substantiel des plans de distributions d'actions ou d'options.

Il semble que ces plans ne respectent pas vraiment les principes de justice procédurale. On ne peut que déplorer le manque de transparence et la dose d'arbitraire qui entourent ces pratiques. Selon Delarce (1999, p. 14), 67 % des Français réclament une plus grande transparence sur les conditions d'attribution des *stock-options*. Cet aspect rejoint la question du respect des principes de gouvernement d'entreprise. Pour l'instant, les entreprises européennes (à l'exception des britanniques) et asiatiques ne sont pas tenues de communiquer aux actionnaires le montant de la rémunération de leurs dirigeants. Aux Etats-Unis, de telles informations figurent dans les documents de convocation des actionnaires à l'assemblée générale (*proxy statements*). Des informations nominatives à l'égard des administrateurs et des principaux dirigeants sont ainsi divulguées<sup>27</sup>. Les entreprises françaises ne semblent pas encore disposées à suivre ces principes. Le rapport Viénot II (1999, p. 14) préconise que soit rendue publique la nature des *stock-options*, les critères de définition des catégories de bénéficiaires et de modulation des attributions au sein d'une même catégorie, la périodicité et les conditions d'exercice des options mais il se prononce contre la publication des rémunérations individuelles.

Enfin, ces pratiques ne concernent que les dirigeants et parfois certains cadres. Il convient de noter qu'une éventuelle généralisation des *stock-options* vers le bas de la hiérarchie risque de conduire à un accroissement de l'austérité concernant la partie fixe de la rémunération. En outre, de tels placements seraient très risqués pour les salariés, car insuffisamment diversifiés. Le risque de substitution entre le salaire et les gains provenant de ces formules d'actionnariat et le risque financier qui en découle sont d'ailleurs fortement dénoncés par les différentes organisations syndicales.

Cette analyse nous invite à formuler quelques propositions permettant de donner à ces pratiques un contenu éthique. Ainsi, l'application des règles procédurales<sup>28</sup> aux formules d'actionnariat des dirigeants devrait conduire aux exigences suivantes :

- 1 - la cohérence dans le plan de distribution d'actions ou d'options par rapport à ce qui est habituellement réalisé ;
- 2 - l'exactitude des informations (tous les aspects du problème doivent avoir été mis en évidence et communiqués aux SH, sans données cachées ou implicites) ;
- 3 - la possibilité de corriger la décision d'allocation ;
- 4 - la représentativité (le processus d'allocation doit respecter les intérêts de tous les SH susceptibles d'être affectés) ;
- 5 - le respect de certains principes éthiques durant le processus (comme la transparence).

Ainsi, les mécanismes régulateurs (qui relèvent du système de gouvernance de la firme) constitués par l'alourdissement de la fiscalité, les recommandations au sujet des comités de rémunération et d'audit et d'une communication plus transparente<sup>29</sup>, les positions et le *lobbying*

---

<sup>27</sup> Cette exigence de transparence des rémunérations ne conduit, toutefois, pas à une interrogation sur le bien-fondé de l'écart entre plus haut et plus bas salaire.

<sup>28</sup> Ces règles ont été formulées de façon globale par Ruiz-Quintanilla et Blancero (1996, p. 287). Voir également, Rojot (1992, p. 137) et Husted (1998).

<sup>29</sup> Le projet de loi sur les Nouvelles Régulations Economiques envisage ainsi de rendre obligatoires certaines informations jusque là seulement recommandées par la COB, notamment les rémunérations des mandataires sociaux

des organisations syndicales, ainsi que les campagnes de presse soulignant le caractère abusif, opaque et coûteux socialement des formes de rémunérations des dirigeants peuvent se justifier du point de vue de l'efficacité globale au sens où ils permettent de réduire les conflits entre ces parties prenantes<sup>30</sup>. Il en va de même au sujet de la pratique de l'actionnariat des salariés comme moyen de réduire l'iniquité perçue entre d'une part, la rémunération élevée des dirigeants et les fortes plus-values des actionnaires, et, d'autre part, la faible augmentation des salaires et des avantages sociaux des employés observée au cours de ces dernières années<sup>31</sup>.

Plus mécaniquement, l'accroissement des risques (souligné plus haut) imputable à l'attribution par les actionnaires d'actions et de *stock-options* aux dirigeants peut provoquer des divergences d'intérêts entre ceux-ci et d'autres apporteurs de ressources, comme les prêteurs, mais aussi et à nouveau les salariés..., compte tenu des transferts de richesse qui peuvent en résulter et diminuent la valeur de leurs créances (cf. Desbrières, 1999, p. 8). Ainsi, s'ils contribuent à réduire les conflits entre actionnaires et dirigeants, ces mécanismes peuvent être contre-efficaces, en conduisant, par un partage inadéquat, à favoriser l'accroissement de la valeur pour les seuls actionnaires (et dirigeants) au détriment comme nous l'avons vu de la valeur partenariale. Une telle politique est aussi vraisemblablement court-termiste car, provenant de transferts dommageables aux autres parties prenantes, elle ne peut être que provisoire, contre-incitative, et mettre en cause la stabilité de l'équilibre organisationnel. Pour éviter ces dysfonctionnements, il est souhaitable là encore que les dirigeants soient jugés non pas sur la seule rentabilité des capitaux propres, même relative à celle des firmes appartenant au même secteur d'activité, mais en fonction de la valeur partenariale sécrétée et sur des critères qui permettent d'appréhender au moins indirectement le lien avec le processus de création de richesse. Mais cela ne revient-il pas finalement à condamner les formules d'actionnariat destinées aux dirigeants et cadres ?

## Conclusion

S'il est important de rémunérer les dirigeants en fonction de leur capital managérial, il semble qu'avec les années, leur rémunération, au moins en Amérique du Nord, ait connu une certaine dérive au point de faire naître de nombreuses polémiques sur leur bien-fondé et sur leur faible relation avec la performance de la firme gérée.

Cet article permet de mettre en évidence les dimensions les plus importantes à prendre en compte pour donner à la politique de rémunération des dirigeants un fort contenu éthique.

Le système de rémunération est un déterminant essentiel de la création de valeur : il doit permettre d'attirer, de motiver et de retenir les compétences clés. Tout en préservant ce caractère incitatif, il s'agit pour les entreprises de légitimer les formules d'actionnariat des dirigeants de façon à ce qu'elles soient perçues comme équitables aux yeux des SH.

Comme pour toutes les décisions en gestion, il est nécessaire que les firmes "...ne considèrent pas uniquement leur avantage immédiat mais pensent au long terme ; ...essaient d'optimiser les relations multiples qu'elles ont avec ceux qui leur fournissent leurs ressources ou avec ceux sur lesquels elles ont un impact direct ou indirect ; ...reconnaissent non seulement leur rôle économique, mais aussi leur responsabilité sociale...". Ainsi, comprise, l'éthique est "...un

---

et des dix meilleures rémunérations de l'entreprise, *stock-options* incluses. Cette disposition s'inspire des pratiques des pays d'inspiration anglo-saxonnes où la transparence est de mise : les salaires aussi bien que les *stock-options* sont largement publiés et débattus en assemblée générale.

<sup>30</sup> Ce même souci justifie le secret qui caractérise les rémunérations des dirigeants et qui réduit les coûts d'influence.

<sup>31</sup> Ainsi, selon Nichols et Subramaniam (2001, p. 342), la rémunération totale d'un dirigeant américain a augmenté en moyenne de 30 % en 1995 et de 54 % en 1996 (les profits étant en hausse de seulement 11 %) ; la hausse de rémunération n'était que de 3 % durant ces deux années pour un salarié moyen.

processus : celui d'une réflexion continue sur les conséquences multiples des actions" (Bergmann, 1997).

De façon plus précise, la légitimité des pratiques de rémunération des dirigeants passe nécessairement par le respect des principes éthiques suivants :

- le principe de justice (tant distributive que procédurale). Ainsi, il convient de développer les formules d'actionnariat qui préservent un lien étroit entre rémunération et performance (de ce point de vue, les options indexées et surcotées surpassent les autres mécanismes d'options<sup>32</sup>). De même, il semble important de prendre en compte les niveaux de rémunération des autres catégories de salariés ainsi que des dirigeants d'autres entreprises. Le respect de la justice procédurale exige, sans aucun doute, une plus grande prudence et transparence dans l'adoption et la mise en place de ces plans de rémunération. La façon dont la rémunération des dirigeants est déterminée doit être clairement présentée et expliquée. De ce point de vue, le secret qui entoure bien souvent les pratiques de rémunération n'en favorise pas la légitimité. L'exigence d'information doit se traduire par une politique de divulgation de l'ensemble des rémunérations perçues par les membres de l'équipe dirigeante ;

- le principe d'indépendance. Cette notion d'indépendance est au cœur des problèmes de gouvernance d'entreprise et concerne principalement les très grandes entreprises pour lesquelles on peut constater une dissociation entre propriété et direction. La concrétisation de ce principe passe par l'amélioration du fonctionnement du conseil d'administration et notamment par le renforcement du rôle joué par le comité de rémunération, de manière à ce que les dirigeants ne puissent tirer profit de l'asymétrie informationnelle dont ils bénéficient et ne s'engagent dans des activités d'influence dans le but d'accroître leur propre rémunération.

Dans le cadre de la conception actionnariale de la gouvernance, l'objectif du comité de rémunération est généralement de s'assurer, dans l'intérêt des actionnaires, que la rémunération des dirigeants est justifiée, qu'elle permet d'attirer, d'inciter et de retenir des dirigeants compétents et qu'elle est fonction des performances de l'intéressé et de l'entreprise.

Le comité de rémunération doit ainsi veiller à limiter et à réguler les conflits d'intérêts, réels ou apparents, entre administrateurs, dirigeants et actionnaires. Afin de réduire la latitude discrétionnaire des dirigeants sur le niveau et la structure de leur rémunération, la nomination d'administrateurs réellement indépendants (afin qu'ils soient dégagés de toute relations susceptibles d'affecter l'indépendance de leur jugement) semble indispensable. Cette condition n'est pourtant pas évidente à appliquer : les administrateurs extérieurs sont bien souvent des dirigeants d'autres entreprises. De plus, leur nomination intervient fréquemment suite aux recommandations de l'équipe de direction : Monks et Minow (1995) indiquent que plus de 80 % des postes d'administrateurs laissés vacants sont pourvus de cette manière. En outre, la tendance croissante à rémunérer les administrateurs sous forme d'options ou d'actions est source de conflits d'intérêts potentiels (Meyer, 1998, p. 60 ; Dalton et Daily, 2001). L'atténuation de ces dysfonctionnements recèle une dimension stratégique : si les conseils d'administration ne sont pas capables (ou désireux) de répondre aux critiques portant sur les formules d'actionnariat et donc de mettre fin à certaines dérives, ils risquent de favoriser l'apparition d'un arsenal législatif beaucoup plus rigide.

En outre, les actionnaires ne sont pas les seules parties prenantes à manifester un droit de regard sur les pratiques de rémunération des dirigeants. Ainsi, la pression croissante des autres SH depuis le début des années 90 (voir Johnson et al., 1997 ; Murphy, 1998, p. 50) semble conduire à une vision élargie (et partenariale) de la gouvernance<sup>33</sup>. Dans ce cadre d'analyse, les

---

<sup>32</sup> Ces dispositifs sont toutefois très peu utilisés actuellement aux Etats-Unis (cf. Murphy, 1998, p.78).

<sup>33</sup> La montée en puissance des investissements sélectionnés par un filtre éthique (plus de 10 % des investissements totaux réalisés aux Etats-Unis), l'importance prise par l'évaluation des performances sociales ainsi que l'apparition

mécanismes de gouvernance devraient davantage permettre aux SH de s'assurer que les systèmes de rémunération fonctionnent correctement : ainsi, le comité de rémunération pourrait voir son rôle se modifier afin d'inclure la prise en compte des intérêts des autres parties prenantes<sup>34</sup>.

Une telle évolution semble satisfaisante sur le plan déontologique (dans le sens où elle concrétise le principe kantien de respect d'autrui) ; elle l'est également d'un point de vue téléologique : la qualité des relations nouées avec les SH (et notamment la préservation voire le développement de relations de confiance) semble influencer positivement la création de valeur (voir Preston, 1999).

Dans le prolongement de cet article, une meilleure connaissance de l'influence des SH dans l'élaboration des systèmes de rémunération mis en place dans les organisations ainsi que l'analyse des conséquences de l'iniquité perçue par ces parties prenantes nous paraissent constituer des pistes de recherche fécondes.

## Bibliographie

- D. Aboody et R. Kasznik, "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, p. 73-100, 2000.
- V. V. Acharya, K. John et R. K. Sundaram, "On the Optimality of Resetting Executive Stock Options", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 65-101, 2000.
- J. S. Adams, "Towards an Understanding of Inequity", *Journal of Abnormal and Social Psychology*, n° 67, p. 422-436, 1965.
- Anonymous, "Special : Share Options", *The Economist*, Vol. 352 (8131), p. 18-20, 1999.
- W. J. Baumol, *Business Behavior, Value and Growth*, Harcourt, Brace and World, New York, 1959.
- T. Beauchamp et N. Bowie, *Ethical Theory and Business*, Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall, 1988.
- W. Beaver, "Is the Stakeholder Model Dead ?", *Business Horizons*, vol. 42, n° 2, p. 8-12, 1999.
- A. Bergman, "Ethique et gestion", In *Encyclopédie de Gestion*, sous la direction de Simon Y. et Joffre P., Paris, Economica, p. 1239-1253, 1997.
- M. M. Blair, *Ownership and Control : Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings : Washington, 1995.
- F. N. Brady et C. P. Dunn, "Business Meta-Ethics : an Analysis of Two Theories", *Business Ethics Quarterly*, vol. 5, n° 3, p. 385-398, 1995.
- M. Brenner, R. K. Sundaram et D. Yermack D., "Altering the Terms Executive Stock Options", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 103-128, 2000.
- Business Week, "Even Executives are wincing at executive pay", May 12, p. 40-41, 1997.
- L. L. Carr et M. Valinezhad, "The Role of Ethics in Executive Compensation : Toward a Contractarian Interpretation of the Neoclassical Theory of Managerial Remuneration", *Journal of Business Ethics*, vol. 13, n° 2, p. 81-93, 1994.
- A. B. Carroll et A. K. Buchholtz, *Business & Society : Ethics and Stakeholder Management*, South-Western Publishing, 2000.
- D. M. Chance, R. Kumar et R. B. Todd, "The Repricing of Executive Stock Options", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 129-154, 2000.
- G. Charreaux (ed.), *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica, 1997.
- G. Charreaux et P. Desbrières, "Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale", *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88, 1998.

---

de normes sociales (telles que SA 8000) contraignent les entreprises à reconnaître leurs responsabilités éthiques et discrétionnaires (selon la typologie de Carroll et Buchholtz, 2000).

<sup>34</sup> Maitland (2001) met toutefois en garde contre les difficultés et risques d'une telle évolution.

- G. Charreaux, “Nouvelle économie et gouvernance”, In : *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Association d'Economie Financière, Montchrestien, p. 315-321, 2000.
- P. T. Chingos et M. M. Engel, “Trends in stock Option Plans and Long Term Incentives”, *ACA Journal*, printemps, p. 13-18, 1998.
- P. L. Cochran, “Corporate Governance”, In : *The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Business Ethics*, sous la direction de P. H. Werhane et R. Freeman, Cambridge, Blackwell Publishers, p. 147-149.
- D. R. Dalton et C. M. Daily, “Director Stock Compensation : An Invitation to a Conspicuous Conflict of Interests ?”, *Business Ethics Quarterly*, vol. 11, n° 1, p. 89-108, 2001.
- V. Delarce, “Rémunérations : la fin d'un tabou français ?”, *Enjeux Les Echos*, Hors Série, p. 8-15, novembre, 1999.
- P. Desbrières, “Motifs et conséquences de l'adoption des stock-options”, *Banque et Marchés*, n° 43, p. 5-17, 1999.
- P. Desbrières, M. Magnan et S. St-Onge, “Les plans d'options sur action : théorie et pratique”, In : *Politiques de rémunération pour les années 2000*, sous la direction de Peretti J.-M. et de Roussel P., Paris, Vuibert, p. 135-160, 2000.
- B. R. Ellig, “Employment and Employability : Foundation of the New Social Contract”, *Human Resource Management*, vol. 37, n° 2, p. 173-175, 1998.
- O. Fagnot 0, “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, 1999.
- R. Folger et M. A. Konovsky, “Effects of Procedural and Distributive Justice on Reactions to Pay Raise Decisions”, *Academy of Management Journal*, vol. 32, p. 115-130, 1989.
- R. E. Freeman, *Strategic Management : a Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984.
- B. Gazier, *Les stratégies des Ressources Humaines*, Repères, n° 137, La Découverte, 1993.
- K. E. Goodpaster, “Business Ethics”, In : *The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Business Ethics*, sous la direction de Werhane P.H. et Freeman R., Cambridge, Blackwell Publishers, p. 51-57, 1997.
- L. R. Gomez-Mejia et R. M. Wiseman, “Reframing Executive Compensation : An Assessment and Outlook”, *Journal of Management*, 23, p. 291-374, 1997.
- J. Greenberg, “A Taxonomy of Organizational Justice Theories”, *Academy of Management Review*, vol. 12, p. 9-22, 1987.
- J. Greenberg, “Organizational Justice : Yesterday, Today and Tomorrow”, *Journal of Management*, vol. 16, p. 399-432, 1990.
- J. Habermas, *Morale et communication*, Paris, Cerf, 1988.
- B. J. Hall, “What You Need to Know About Stock Options”, *Harvard Business Review*, March-April, 2000.
- C. W. L. Hill et T. M. Jones, “Stakeholder-Agency Theory”, *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 2, p. 131-154, 1992.
- J.-M. Hiltrop, “The Changing Psychological Contract : the Human Resource Challenge of the 1990s”, *European Management Journal*, vol. 13, n° 3, p. 286-294, 1995.
- B. W. Husted, “Organizational Justice and the Management of Stakeholder Relations”, *Journal of Business Ethics*, vol. 17, n° 6, p. 643-651, 1998.
- J. Igalens J. et P. Roussel, “A Study of the Relationships Between Compensation Package, Work Motivation and Job Satisfaction”, *Journal of Organizational Behavior*, vol. 20, p. 1003-1025, 1999.
- M. Jensen et K. Murphy, “Performance Pay and Top Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, vol. 98, p. 225-264, 1990.
- M. F. Johnson, S. Porter et M. B. Shackell, “Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation”, Working Paper, University of Michigan Business School, 1997.
- S. A. Johnson et Y. S. Tian, “The Value of Incentive Effects of Nontraditional Executive Stock Option Plans”, *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 3-34, 2000a.

- S.A. Johnson et Y. S. Tian, “Indexed Executive Stock Options”, *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 35-64, 2000b.
- T. M. Jones, “Instrumental Stakeholder Theory : a Synthesis of Ethics and Economics ”, *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 2, p. 404-437, 1995.
- D. Kahneman et A. Tversky, “Prospect theory : an analysis of decision under risk ”, *Econometrica*, vol. 47, p. 263-291, 1979.
- E. Kant, *Fondements de la métaphysique des mœurs*, Paris, Delagrave, 1982.
- E. A. Lind et T. Tyler, *The Social Psychology of Procedural Justice*, New York : Plenum, 1988.
- J. E. Macdonald et C. L. Beck-Dudley, “ Are Deontology and Teleology Mutually Exclusive ? ”, *Journal of Business Ethics*, vol. 13, p. 615-623, 1994.
- M. Magnan, P. Roussel, S. Saint-Onge et G. Trepo, “ La rémunération des dirigeants d’entreprise : débats, enjeux et bilans ”, In : *Politiques de rémunération pour les années 2000*, sous la direction de Peretti J.-M. et de Roussel P., Paris, Vuibert, p. 311-327, 2000.
- I. Maitland, “ Distributive Justice in Firms : Do The Rules of Corporate Governance Matter ? ”, *Business Ethics Quarterly*, vol. 11, n° 1, p. 129-143, 2001.
- D. B. McFarlin et P. D. Sweeney, “Distributive and Procedural Justice as Predictors of Satisfaction with Personal and Organizational Outcomes ”, *Academy of Management Journal*, vol. 35, p. 626-637, 1992.
- W. Mc Kinley, J. Zhao et K. G. Rust, “A Sociocognitive Interpretation of Organizational Downsizing ”, *Academy of Management Review*, vol. 25, n° 1, p. 227-243, 2000.
- P. Meyer, “ Board Stock Ownership : More, and More Again ”, *Directors and Boards*, vol. 22 n° 2, p. 55-60, 1998.
- P. Meyer, “ CEOs as owners : The Evolving Equity Stake in Executive Compensation ”, *Directorship*, vol. 26, n° 9, p. 9-14, 2000.
- R. Monks et N. Minow, *Corporate Governance*, Cambridge, MA : Blackwell, 1995.
- K. J. Murphy, “ Executive Compensation ”, Working Paper, University of Southern California, April 1998.
- D. Nichols et C. Subramaniam, “ Executive Compensation : Excessive or Equitable ? ”, *Journal of Business Ethics*, vol. 29, n° 2, p. 339-351, 2001.
- J. Orlando, “ The Fourth Wave : The Ethics of Corporate Downsizing ”, *Business Ethics Quarterly*, vol. 9, n° 2, p. 295-314, 1999.
- E. Ofek et D. Yermarck, “ Taking Stocks: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership ”, *Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, p. 1367-1384, 2000.
- F. Pichault et J. Nizet, *Les pratiques de gestion des Ressources Humaines*, Points, Seuil, 2000.
- L. E. Preston L. E., “ Stakeholder Management and Organizational Wealth ”, *Academy of Management Review*, vol. 24, n° 4, p. 619-620, 1999.
- T. Poulain-Rehm, *Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative*. Thèse de doctorat, Université de Bordeaux IV, 2000.
- L. Racine, “ L’éthique et les affaires ”, *Gestion*, mai, p. 51-56, 1991.
- A. Rappaport, “ New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance ”, *Harvard Business Review*, March-April, 1999.
- J. Rawls J., *A Theory of Justice*, Cambridge, Harvard University Press, 1971.
- J. Reingold, “ Executive Pay ”, *Business Week*, April 21, p. 58-66, 1997.
- J. Rojot, “ Déontologie et gestion des ressources humaines ”, in *Ethique, déontologie et gestion de l’entreprise*, La Bruslerie H. (de), coord., p. 117-139, 1992.
- S. A. Ruiz-Quintanilla et D. Blancero, “ Open Door Policies : Measuring Impact Using Attitude Surveys ”, *Human Resource Management*, vol. 35, n° 3, p. 269-291, 1996.
- J. Russ, *La pensée éthique contemporaine*, Que-Sais-Je ?, n° 2834, Paris, Presses Universitaires de France, 1994.

- V. Scarpello V. et F. F. Jones, “Why Justice Matters in Compensation Decision Making”, *Journal of Organizational Behavior*, vol. 17, p. 285-299, 1996.
- H. Simon, “ The Compensation of Executives ”, *Sociometry*, march, p. 32-35, 1957.
- R. Singh, “ Redefining Psychological Contracts with the US Work Force : a Critical Task for Strategic Human Resource Management Planners in the 1990s ”, *Human Resource Management*, vol. 37, n° 1, p. 61-69, 1998.
- J. W. Thibaut et L. Walker, “ A Theory of Procedure ”, *California Law Review*, vol. 66, p. 541-566, 1978.
- M. F. Toyne, J. A. Millar et B. L. Dixon, “ The Relation Between CEO Control and the Risk of CEO Compensation ”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, p. 291-306, 2000.
- B. Victor et J. B. Cullen, “ The Organizational Bases of Ethical Work Climates ”, *Administrative Science Quarterly*, n° 33, p. 101-125, 1988.
- M. Viénot, “ Rapport du Comité sur le gouvernement d’entreprise ”, AFEP et MEDEF, 1999.
- R. H. Wagner et C. G. Wagner, “ Recent Developments In Executive Director, and Employee Stock Compensation Plans : New Concerns for Corporate Directors ”, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, vol. 3, p. 5-27, 1997.
- B. Walters, T. Hardin et J. Schick J., “Top Executive Compensation : Equity or Excess ? Implications for Regaining American Competitiveness”, *Journal of Business Ethics*, vol. 14, p. 227-234, 1995.
- D. Yermack, “ Do Corporation Award CEO Stock Options Effectively ”, *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 237-269, 1995.
- D. Yermack, “ Good Timiming : CEO Stock Option Awards and Company News Announcements ”, *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 449-476, 1997.
- P. Zarifian, *Objectif Compétence*, Liaisons, 1999.