

LES ACTIONS GRATUITES SONT-ELLES UN MECANISME SUBSTITUABLE AUX STOCK-OPTIONS ? UNE ANALYSE DES SOCIETES COTEES AU SBF 120

Nom : KHENISSI

Prénom : Mohamed

Institution : Université Grenoble-Alpes-CERAG

Adresse professionnelle : 1 Place de Verdun - 38031 GRENOBLE CEDEX

Courriel : mohamed.khenissi@iut2.univ-grenoble-alpes.fr

Téléphone : 06-46-44-35-85

RESUME

L'objectif de cet article est d'étudier en France, la sensibilité des actions gratuites à la performance des entreprises et de comparer cette sensibilité avec celle des stock-options.

L'ancrage théorique de cet article est celui de la théorie de l'agence, théorie dominante dans l'étude des déterminants de la rémunération des dirigeants.

L'intérêt de cet article est de compléter la littérature existante en matière de rémunération des dirigeants, principalement américaine, en apportant des résultats issus du contexte français.

Nos résultats montrent que les actions gratuites n'ont aucun impact sur la performance des entreprises. En outre, son effet incitatif ne se diffère pas forcément de celui des stock-options.

Mots clés : Actions gratuites-stock-options- performance

Key words : Free actions- stock-options-performance

SYNTHESE :

Durant ces dernières années, la réputation de certains dirigeants de grandes entreprises françaises a été mise à mal. Selon un sondage de TNS-SOFRES¹, six Français sur dix ont une mauvaise image de ces dirigeants et près de 80 % les voient comme des gens égoïstes et qui ne pensent qu'à leur propre rémunération. Cette attitude négative vis-à-vis de ces dirigeants peut être expliquée par le nombre de scandales qu'a connu le monde des affaires récemment : EADS et VINCI en 2006, SANOFI en 2012... Ces scandales ont mis l'accent sur les montants astronomiques réalisés par les dirigeants de ces entreprises au moment d'exercice de leurs stock-options. Pourtant, à l'origine, ce mode de rémunération, d'inspiration américaine, avait pour objectif de fidéliser les dirigeants et de les inciter aux performances de l'entreprise (Richardson et Waegelein, 2002). Toutefois, l'ampleur des gains obtenus par les dirigeants à la levée de leurs options a remis en cause l'efficacité présumée de cette forme de rémunération (Magnan, 2006). En effet, à travers le choix de la date d'attribution ou de levée, les dirigeants ont tendance parfois à manipuler le cours boursier afin de maximiser leur richesse au détriment de celle des actionnaires (Heron et Lie, 2006). Ainsi, depuis l'année 2008, la pratique des plans de stock-options tend à être plus contrôlée et organisée au sein des entreprises françaises (Tchotourian, 2011). Plusieurs mesures ont été mises en œuvre par les pouvoirs publics afin d'encadrer de manière plus stricte le recours aux stock-options². En outre, afin de faire face aux effets néfastes de l'usage des stock-options, plusieurs entreprises décident de les substituer en actions gratuites. Instituée par la loi de finances pour 2005 et applicable dès le 1^{er} janvier 2005, l'attribution d'actions gratuites est la possibilité offerte aux sociétés par actions, cotées ou non cotées, de proposer à leurs salariés et mandataires sociaux d'acquérir gratuitement certaines de ses actions. Toutefois, les bénéficiaires de ces actions gratuites n'en deviennent propriétaires que si les conditions liées à une période d'acquisition³ et des conditions liées à une période de conservation⁴. Cette forme de rémunération, à l'instar des stock-options, trouve sa justification théorique dans le cadre de la théorie de l'agence. Selon cette théorie, la rémunération en actions pourrait inciter les dirigeants à créer de la valeur pour l'entreprise (O'Byrne, 2005) en les incitant à limiter les prélèvements non pécuniaires et à entreprendre les projets d'investissement les plus importants en taille et en nombre (Desbrières, 2000). Ainsi, et depuis leur introduction en 2005, les plans d'actions gratuites ont pris une réelle ampleur dans le paysage de rémunérations des dirigeants français. Selon une étude réalisée par Guillot-Soulez (2013), le nombre de plans d'actions gratuites attribués aux dirigeants du CAC 40 est passé de 9 plans en 2005 à 56 plans en 2011. Cette forme de rémunération a l'avantage d'être plus transparente et moins aléatoire (Wang et Yang, 2013). En effet, les actions gratuites sont souvent liées à des critères objectifs qui reflèteraient au mieux l'effort réel fourni par le dirigeant et non les variations du prix de l'action indépendantes des performances du dirigeant. En l'absence de telles conditions, les actions ne peuvent être acquises. D'ailleurs, le lien théorique entre l'attribution des actions gratuites et la performance des entreprises a fait l'objet de quelques études empiriques. Ces travaux qui ont été souvent menés dans le contexte américain montrent que les entreprises ayant attribué des actions gratuites à leurs dirigeants affichent une meilleure performance

¹ L'Expansion du 24 janvier 2011

² A titre d'exemple, nous pouvons citer la loi en faveur des revenus du travail (loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008)

³ En lien avec la réalisation de conditions décidées par le conseil d'administration (performance financières et boursières)

⁴ Ces périodes sont en principe de deux ans chacune

boursière et financière (O'Byrne, 2005 ; Bettis et *al.*, 2010 ; Wang et Yang, 2013). À notre connaissance, cette relation n'a, encore jamais été traitée dans le contexte français.

Dans le cadre de ce travail, notre objectif est d'étudier en France, la sensibilité des actions gratuites à la performance des entreprises et de comparer cette sensibilité avec celle des stock-options. Cette étude s'est basée sur un échantillon de 103 entreprises cotées tirées du SBF 120 sur une période allant de 2008 à 2014.

L'intérêt de cet article est de compléter la littérature existante, principalement américaine, en apportant des résultats issus d'un contexte différent à savoir le contexte français. En effet, ce dernier peut s'avérer intéressant dans la mesure où il présente des particularités en matière d'institutions de la gouvernance d'entreprise. Ainsi, l'actionnariat français, à l'instar des pays de droit civil (*civil law*), est caractérisé par une forte concentration du capital (La Porta et *al.*, 2000). D'un point de vue théorique, la présence d'un actionnaire majoritaire réduit le potentiel des coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Il en résulte une moindre nécessité de mettre en place des rémunérations sous forme de plans en actions, car les actionnaires majoritaires ont des moyens d'exercer un contrôle fort sur les dirigeants (Cordeiro et Veliyath, 2003).

Afin de parvenir à cet objectif, cet article est structuré en trois parties. La première partie présente le cadre théorique et les hypothèses de recherche qui en découlent. La deuxième partie expose la méthode mise en preuve pour tester ce cadre théorique. L'analyse de nos résultats est présentée dans la troisième partie.

BIBLIOGRAPHIE :

Bettis C., Bizjak J., Coles J. et Kalpathy S. (2010). « Stock and Option Grants with Performance-based Vesting Provisions », *Review Of Financial Studies*, vol. 23, n°10, p.3849-3888.

Cordeiro, J.J., et Veliyah, R. (2003), « Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation », *American Business Review*, vol. 21, n°1, p.56-66.

Guillot-Soulez C. (2013), « Introduction des actions gratuites en droit français et évolution des pratiques de rémunération en actions », 12ème Colloque International de Gouvernance, May 2013, Nantes, France. p.17.

Heron R.A. et Lie E. (2006), « Does Backdating Explain the Price Pattern around Executive Option Grants ? », *Journal of Financial Economics*, vol.83; n°2, p.271-295.

Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, p.305-360.

Magnan M. (2006), « Les options sur actions : création de richesse pour les actionnaires ou enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 9, p. 221-235.

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

Richardson V, Waagelein JF. (2002), «The influence of long-term performance plans on earnings management and firm performance». *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol.18, n°2, p.161-184.

Tchotourian I. (2011), « Une décennie d'excès des dirigeants en matière de rémunération Repenser la répartition des pouvoirs dans l'entreprise : une solution per se porteuse de risques », in L. Nurit et S. Rousseau (Éd.), *Risque d'entreprise : quelle stratégie juridique*, Lextenso édition, p.25-84.

Wang W. et Yang M. (2013), «The use of restricted stock in CEO compensation and its impact in the pre- and post-SOX era », *Journal of Finance and Accountancy*, vol.13, p.1-9.