



HAL
open science

Introduction des actions gratuites en droit français et évolution des pratiques de rémunération en actions

Chloé Guillot-Soulez

► **To cite this version:**

Chloé Guillot-Soulez. Introduction des actions gratuites en droit français et évolution des pratiques de rémunération en actions. 12ème Colloque International de Gouvernance, May 2013, Nantes, France. pp.17. halshs-00863638

HAL Id: halshs-00863638

<https://shs.hal.science/halshs-00863638>

Submitted on 19 Sep 2013

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

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

Introduction des actions gratuites en droit français et évolution des pratiques de rémunération en actions

GUILLOT-SOULEZ Chloé
CEREFIGE / Université de Haute Alsace

Résumé :

Jusqu'en 2005, les entreprises françaises n'avaient le droit d'attribuer qu'une seule forme de rémunération en actions : les stock-options. Depuis 2005, elles ont le choix entre stock-options et actions gratuites. La recherche s'interroge sur les conséquences de ce changement à travers l'analyse des 800 plans introduits entre 2001 et 2011 par les entreprises du CAC40. Les résultats montrent que les actions gratuites sont entrées dans les pratiques des entreprises mais sans entraîner la disparition des stock-options dans la mesure où les deux mécanismes renvoient à des logiques d'attribution différentes.

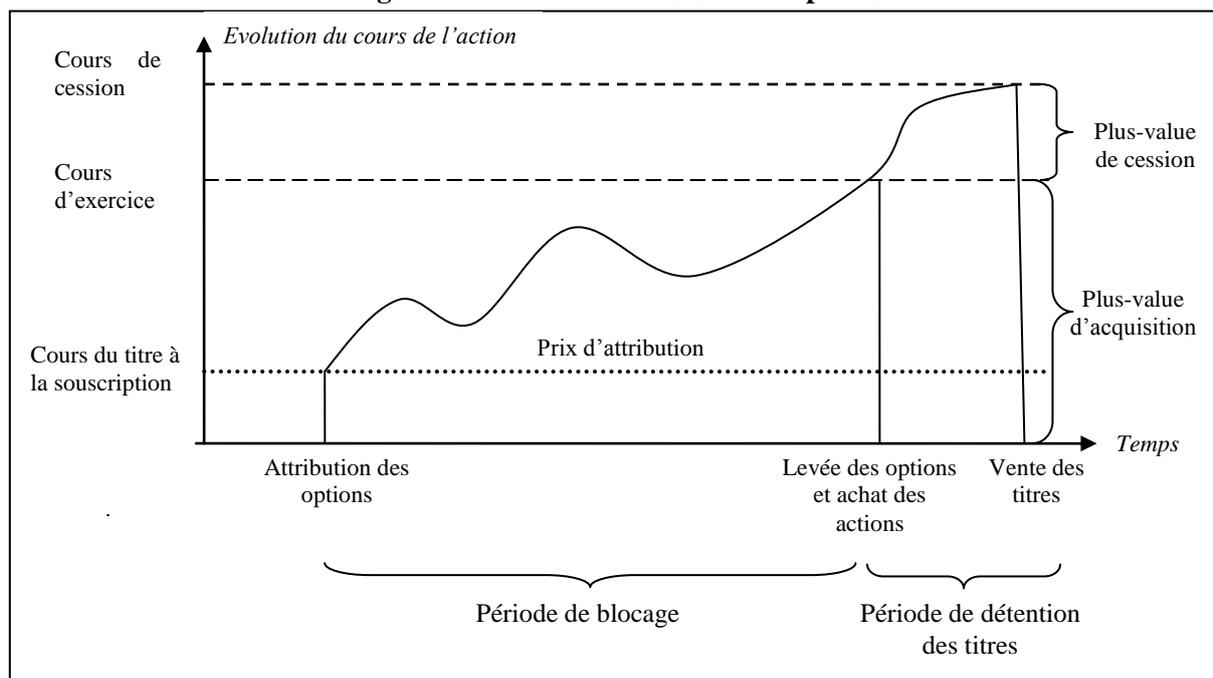
Mots clés : stock-options ; actions gratuites ; rémunération en actions ; performance boursière ; CAC40.

INTRODUCTION

En 2012, plusieurs grandes entreprises (GDF Suez, L'Oréal, Arkema par exemple) ont annoncé qu'elles abandonnaient les stock-options au profit des actions gratuites. Ces annonces conduisent à s'interroger sur les choix faits par les entreprises françaises entre ces deux mécanismes de rémunération incitative fondée sur la valeur de leur titre. Avec les stock-options et les actions gratuites, les bénéficiaires sont en effet intéressés à l'évolution du cours de bourse de leur entreprise et peuvent réaliser des plus-values et/ou se constituer un portefeuille de valeurs mobilières dans des conditions avantageuses.

La loi du 31 décembre 1970 a introduit en droit français le mécanisme des stock-options sous l'expression « plans d'options sur actions » (POA). Une option sur action est un droit d'acheter une action de son entreprise à un cours déterminé à l'avance et dans un délai donné en vue de réaliser une plus-value (cf. Figure 1).

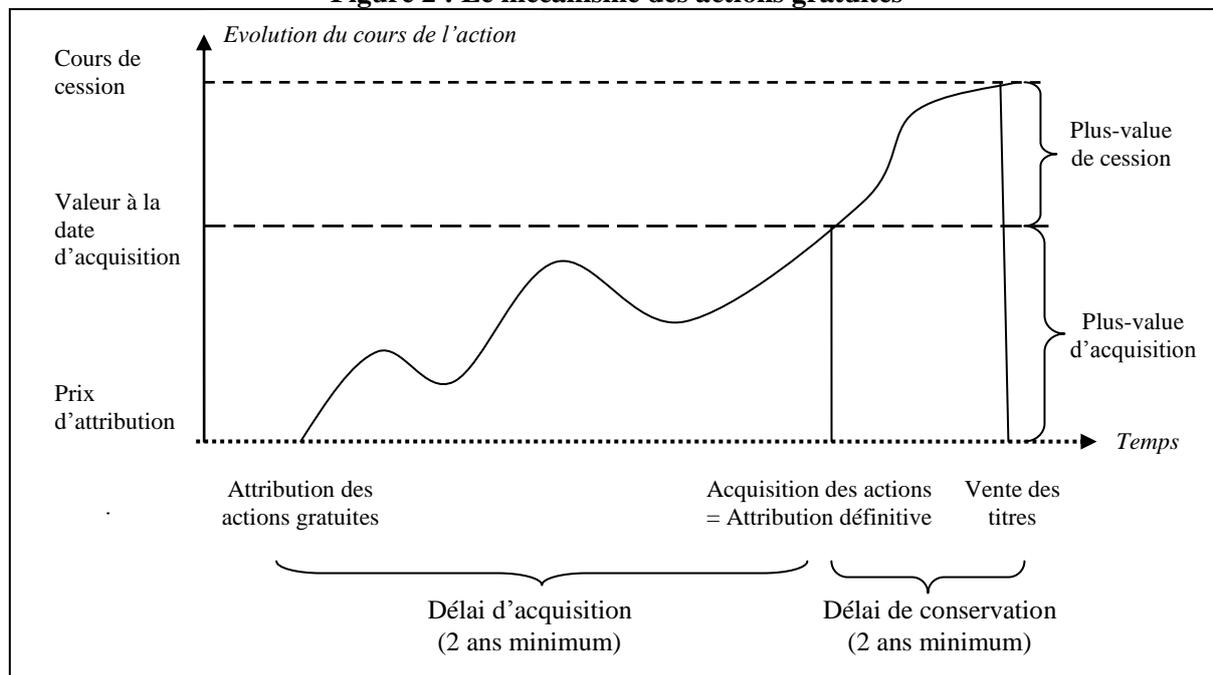
Figure 1 : Le mécanisme des stock-options



Le mécanisme des actions gratuites a été introduit en droit français beaucoup plus récemment avec la loi de finances pour 2005, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2005. L'attribution d'actions gratuites (ou « actions de performance ») s'accompagne de la définition de conditions de performance, pour tout ou partie des actions, qui correspondent à des objectifs à atteindre avant que l'attribution soit définitive. Le mécanisme des actions gratuites comprend un délai d'acquisition au terme duquel l'attribution des actions est définitive si les conditions de

performance sont atteintes et un délai de conservation des actions ainsi acquises au terme duquel les bénéficiaires peuvent revendre leurs titres (cf. Figure 2).

Figure 2 : Le mécanisme des actions gratuites



L'évolution du cadre légal a conduit les chercheurs comme les praticiens à s'interroger sur les conséquences de l'introduction des actions gratuites en droit français et sur un éventuel changement des pratiques des entreprises en matière de rémunération en actions allant jusqu'à envisager une substitution des actions gratuites aux stock-options¹. Néanmoins, depuis, aucune étude empirique n'a été menée pour répondre à ces interrogations. Les recensements de plans de rémunération en actions sont relativement anciens et centrés sur les seules stock-options (Desbrières, 1991 ; Poulain-Rehm, 2000 ; Hamouda, 2010).

A l'étranger, les études sur les mécanismes de rémunération en actions sont essentiellement américaines. Aux Etats-Unis, les entreprises ont depuis longtemps le choix entre les deux mécanismes de rémunération en actions. Les travaux ayant modélisé ce choix aboutissent à des conclusions contradictoires quant à la forme de rémunération en actions à privilégier (Carter et al., 2007). L'étude empirique d'Irving et al. (2011) montre que, sur la dernière décennie, la rémunération en actions a progressivement évolué d'une rémunération sous forme de stock-options vers une rémunération sous forme d'actions gratuites.

La recherche menée comble le manque de données empiriques sur le cas français en procédant au premier recensement des plans de stock-options et d'actions gratuites depuis

¹ Cf. le thème de la table ronde organisée par le CEREG (Université Paris Dauphine) et Hewitt le 11 mai 2005 : « Actions gratuites : mort annoncée des stock-options ? ».

l'entrée en vigueur du mécanisme des actions gratuites sur l'échantillon du CAC40. L'objet de ce travail est de faire un état des lieux des pratiques de rémunération en actions des entreprises françaises en s'interrogeant sur le processus d'adoption d'une nouvelle pratique (les actions gratuites) et sur ses conséquences en matière de rémunération en actions. La recherche vise à savoir si 1) l'introduction du régime des actions gratuites a conduit à une disparition des stock-options au profit des actions gratuites, si 2) les stock-options, déjà ancrées dans les pratiques, sont restées la seule forme de rémunération en actions ou si 3) l'introduction des actions gratuites, en élargissant l'éventail des choix possibles en matière de rémunération différée, a rendu les deux types de plans complémentaires. La problématique générale de la recherche est donc la suivante : suite à leur introduction en droit français, les actions gratuites sont-elles un mécanisme complémentaire ou substituable aux stock-options ? La première partie de cet article présente le cadre d'analyse de la recherche en explicitant les arguments en faveur de la complémentarité puis de la substituabilité des deux mécanismes. La deuxième partie propose un état des lieux des pratiques de rémunération en actions à partir des données collectées sur le périmètre des entreprises du CAC40 sur la période 2001-2011 qui donnera ensuite lieu, dans la troisième partie, à une discussion.

1. LA REMUNERATION EN ACTIONS : CADRE D'ANALYSE

1.1. JUSTIFICATION DU RECOURS AUX DEUX MECANISMES

La théorie financière a formalisé les problèmes liés à la séparation des fonctions de propriété et de direction dans les firmes managériales. Celle-ci donne naissance à des conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants et à l'apparition d'une relation et de coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). La relation d'agence actionnaires/dirigeants peut être déclinée au niveau des différentes catégories de personnel de l'entreprise (cadres dirigeants, cadres intermédiaires, non cadres...) du fait de la délégation des décisions et du caractère incomplet des contrats (Desbrières, 1999). Ainsi, les salariés comme les dirigeants sont susceptibles de privilégier leur propre intérêt et d'adopter des comportements nuisibles aux intérêts des actionnaires. Les incitations financières font partie des mécanismes de résolution des conflits d'agence. Parmi elles, les rémunérations liées à la performance boursière apparaissent comme supérieures aux rémunérations fixes indépendantes de la performance de l'entreprise ou du dirigeant et à celles liées à la performance comptable de l'entreprise (Charreaux, 1997). La rémunération en fonction de la performance boursière pousse en effet ceux qui en bénéficient à travailler dans le sens de la création de valeur future en les rendant plus attentifs au cours de

bourse de l'entreprise. Dans le cadre de la théorie des signaux, elle représente un outil de signalisation de la qualité de gestion de l'entreprise à travers les résolutions soumises aux actionnaires pour mettre en place ces plans (Desbrières, 1991). La théorie financière justifie donc le recours aux mécanismes de rémunération en actions comme mode d'alignement des intérêts des bénéficiaires sur ceux des actionnaires.

La théorie néo-institutionnelle permet la compréhension des motivations à l'adoption des outils de gestion par les entreprises en mettant en évidence les contraintes qui influencent leurs décisions (DiMaggio et Powell, 1983). Pour obtenir le soutien de leur environnement, les organisations sont conduites à adopter les pratiques les mieux acceptées c'est-à-dire institutionnalisées dans la société, sans que celles-ci soient nécessairement les plus appropriées à leurs exigences du moment. Cette situation favorise l'homogénéisation des formes et des pratiques organisationnelles (DiMaggio et Powell, 1983). Des recherches ont déjà souligné, via ce cadre théorique, l'isomorphisme des pratiques de stock-options (Saint-Onge et al., 2001) :

- l'isomorphisme coercitif s'exerce à travers les pressions environnementales (réglementations, codes de gouvernance, régimes fiscaux...) qui favorisent ou, au contraire, limitent le développement des pratiques de stock-options. La dépendance par rapport à certaines ressources, notamment humaines, peut aussi favoriser l'utilisation de pratiques de rémunération identiques à celles des entreprises concurrentes pour attirer et retenir ces ressources. Les pressions viennent également des investisseurs ou des analystes qui intègrent la présence ou l'absence de stock-options dans leurs évaluations.
- l'isomorphisme mimétique renvoie au fait que les entreprises, en quête de légitimité, peuvent être incitées à recourir aux stock-options par imitation des concurrents, et non en raison de leur efficacité. L'intervention de consultants ou l'existence d'associations professionnelles favorise ce processus d'imitation.
- l'isomorphisme normatif tient au fait que les entreprises font référence aux normes professionnelles, en l'occurrence les enquêtes de rémunération, pour aligner leurs pratiques sur celles du marché, favorisant la diffusion des stock-options. La participation des responsables d'entreprises à des réseaux professionnels ou le recours à des cabinets de conseils spécialisés favorise la propagation de normes de rémunération. Ainsi, adopter un système de stock-options revient à suivre une tendance à laquelle participent les organisations partenaires ou concurrentes.

La théorie néo-institutionnelle met donc en évidence les pressions à l'œuvre et éclaire le processus de diffusion des stock-options. Le même phénomène isomorphique se retrouve dans

le cas des actions gratuites. L'isomorphisme coercitif s'exerce via le cadre légal : si la loi de finances pour 2005 a offert la possibilité d'attribuer des actions gratuites, elle leur a en même temps associé un régime fiscal avantageux, rendant ce mécanisme plus attractif qu'un élément salarial et tout aussi attractif que les stock-options. L'introduction des actions gratuites en droit français a été présentée comme un moyen de combler le manque d'outils de rémunération à moyen terme tout en conservant les stock-options, outil de rémunération à plus long terme (Clément, 2003). Source d'isomorphisme normatif, les codes de gouvernance d'entreprise (notamment les codes AFEP-MEDEF et AFG), dans l'esprit de la théorie financière, présentent les actions gratuites comme un moyen de rapprocher les intérêts du personnel et des actionnaires, au même titre que les stock-options. Dans la formulation des recommandations, les deux mécanismes sont également mis sur le même plan. Enfin, le fait que de nombreux pays étrangers offrent déjà aux entreprises la possibilité d'attribuer une rémunération en actions via des mécanismes proches des deux mécanismes français est source d'isomorphisme mimétique.

Ces différents éléments font ressortir la complémentarité des deux mécanismes de rémunération en actions. Les règles comptables auraient pu influencer le *design* de la rémunération en actions (Carter et al., 2007). Néanmoins, l'entrée en vigueur des normes IFRS applicables dans l'Union Européenne aux sociétés cotées sur un marché réglementé depuis le 1^{er} janvier 2005 a les mêmes conséquences pour les deux modes de rémunération en actions : elle réduit leur attractivité en imposant leur constatation en charges. La fiscalité peut également créer une préférence pour l'un des deux mécanismes (Aboody et Kasznik, 2008). Jusqu'en 2011, en France, les stock-options et les actions gratuites ont bénéficié de la même fiscalité au niveau de l'imposition des plus-values d'acquisition et de cession des bénéficiaires de plans et au niveau des contributions patronales et salariales (contributions dues à l'Urssaf à partir de fin 2007, respectivement au taux de 10% et 2,5%²). Au 1^{er} janvier 2011, le taux de contribution patronale est passé à 14% pour les stock-options et a été maintenu à 10% pour les actions gratuites. Côté salarié, le taux de contribution est passé à 8% pour les deux mécanismes. Du 1^{er} janvier 2011 jusqu'au 11 juillet 2012, une fiscalité plus lourde a donc pesé sur les stock-options. Depuis le 11 juillet 2012, les taux de contributions sont de nouveau

² La contribution patronale est assise soit sur la juste valeur des options ou des actions pour les sociétés appliquant les normes comptables internationales, soit sur 25 % de la valeur des actions pour les stock-options ou la totalité de la valeur des actions pour les actions gratuites à la date de la décision d'attribution.

identiques mais également plus élevés (taux patronal de 30%, taux salarial de 10%) rendant ces mécanismes moins attractifs.

Ces éléments théoriques et empiriques mettent en évidence l'intérêt des deux mécanismes de rémunération en actions, justifiant leur utilisation par les entreprises, mais également leurs limites. Au regard des avantages des deux mécanismes, on peut supposer que les actions gratuites ont dû être adoptées par les entreprises françaises à partir de 2005 sans qu'elles renoncent pour autant aux attributions de stock-options.

1.2. JUSTIFICATION DU RECOURS AUX STOCK-OPTIONS OU AUX ACTIONS GRATUITES

La théorie de l'agence justifie le recours à la rémunération en actions pour rapprocher les intérêts des bénéficiaires de ceux des actionnaires. L'effet incitatif est cependant plus fort dans le cas des stock-options que dans celui des actions gratuites (Lambert et Larcker, 2004). En effet, avec les stock-options, il existe un prix d'exercice, autrement dit un seuil à dépasser. Celui-ci constitue un repère qui n'est pas présent dans le cas des actions gratuites car le prix d'exercice étant nul, l'incitation à la performance l'est aussi. De ce fait, le marché valorise positivement les attributions de stock-options et négativement les attributions d'actions gratuites car les actions gratuites suscitent un effet incitatif moindre et sont vues comme plus coûteuse pour l'entreprise (Irving et al., 2011). D'après la théorie financière, un plan de stock-options incitatif devrait également être sélectif, c'est-à-dire limité aux personnes qui peuvent réellement agir sur le processus de création de valeur et *in fine* le cours de bourse de l'entreprise (Desbrières, 1999 ; Hall et Murphy, 2003).

Avec les actions gratuites, la rémunération dépend des variations du cours de bourse mais intègre, en même temps, d'autres critères de performance. Si les objectifs de performance sont atteints, même si le cours boursier stagne ou baisse, les actions gratuites conservent un potentiel rémunérateur. Les actions gratuites peuvent susciter un effet incitatif proche de celui des stock-options si les critères de performance sont comparables à ceux servant de référence à la définition du prix d'exercice des options (Ginglinger, 2005). Néanmoins, en l'absence de telles conditions de performance, les stock-options seront privilégiées par rapport aux actions gratuites pour renforcer la solidarité avec l'actionnaire.

Les actions gratuites sont par ailleurs un moyen de favoriser l'actionnariat salarié et de stabiliser le capital. Dans cette perspective, elles apparaissent même plus adaptées que les stock-options. En effet, les bénéficiaires d'actions gratuites sont certains d'en tirer un avantage financier (sous réserve de remplir les éventuelles conditions de performance) et n'ont aucun versement à effectuer pour acquérir les titres ce qui est de nature à favoriser

l'actionnariat salarié alors que l'investissement que nécessitent les stock-options conduit la plupart des bénéficiaires à revendre leurs actions de manière immédiate (Huddart et Lang 1996 ; Ginglinger, 2005). De plus, dans une logique d'arbitrage, les bénéficiaires de rémunérations en actions ayant les portefeuilles les moins diversifiés et une aversion au risque élevée privilégieraient une rémunération comportant moins d'options dont le prix d'exercice est faible plutôt que plus d'options dont le prix d'exercice est plus élevé (Ginglinger, 2005). De ce point de vue, les actions gratuites dominent toutes les autres formes d'options (Ginglinger, 2005). En outre, pour la plupart des bénéficiaires, les actions gratuites apparaissent comme un mécanisme plus simple à comprendre que les stock-options.

Ces différents éléments théoriques et empiriques mettent en évidence l'intérêt des deux mécanismes de rémunération en actions et permettent de faire l'hypothèse de leur utilisation de manière complémentaire par les entreprises françaises. Les spécificités des deux mécanismes permettent néanmoins d'envisager leur utilisation avec des logiques d'attribution différentes (attribution plus sélective pour les stock-options que pour les actions gratuites).

2. LA REMUNERATION EN ACTIONS : ETAT DES LIEUX

2.1. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

En France, l'établissement d'un rapport spécial sur les plans de stock-options et d'actions gratuites est rendue obligatoire par la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques) du 15 mai 2001 pour les entreprises cotées sur Eurolist. Les rapports spéciaux contenus dans les 440 documents de référence publiés entre 2001 et 2011 par les entreprises du CAC40 (dans sa composition au 1^{er} octobre 2012) ont été étudiés. L'échantillon final de la recherche est composé de 36 sociétés car les valeurs dont les documents de référence ne sont pas soumis aux mêmes obligations que ceux des valeurs françaises assimilées ont été écartées (Arcelor-Mittal, EADS, Solvay et STMicroelectronics). Ainsi, 800 plans de rémunération en actions ont été recensés sur la période 2001-2011. Pour chacun de ces plans, les informations comparables pour les plans de stock-options et d'actions gratuites ont été rassemblées : nombre de titres consacrés à chaque plan ; nombre de bénéficiaires de chaque plan ; nombre de titres du plan attribués au dirigeant mandataire social (Président Directeur Général, Directeur Général ou Président du Directoire) ; nombre de titres du plan attribués aux mandataires sociaux (hors dirigeant). Des ratios, déjà utilisés dans les recherches sur les POA

(Desbrières, 1991 ; Poulain-Rehm, 2000 ; Hamouda, 2010) ont pu être calculés pour les deux types de plans (cf. Encadré 1) :

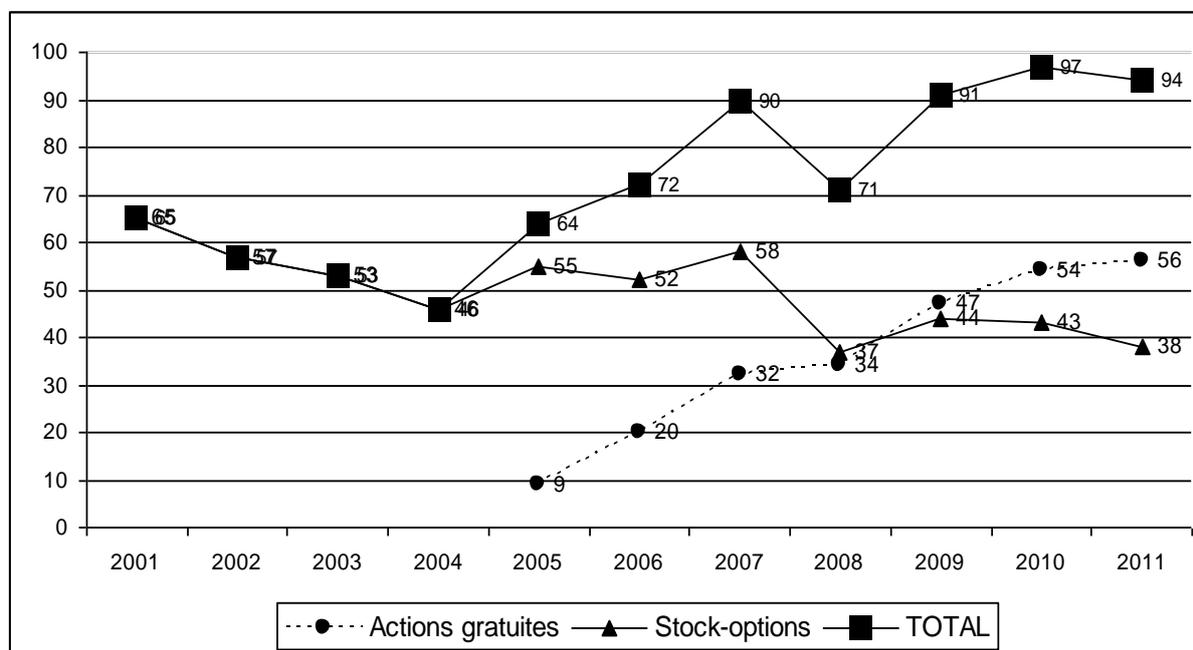
Encadré 1 : Les ratios de la recherche

Proportion du capital consacrée aux plans	=	$\frac{\text{Nombre de titres attribués pour un plan de l'année N}}{\text{Capital de l'entreprise en actions pour l'année N}}$
Proportion du capital attribuée au dirigeant dans le cadre du plan	=	$\frac{\text{Nombre de titres attribués au dirigeant mandataire social pour un plan de l'année N}}{\text{Capital de l'entreprise en actions pour l'année N}}$
Proportion du capital attribuée aux mandataires sociaux dans le cadre du plan	=	$\frac{\text{Nombre de titres attribués aux mandataires sociaux (hors dirigeant) pour un plan de l'année N}}{\text{Capital de l'entreprise en actions pour l'année N}}$
Proportion de bénéficiaires	=	$\frac{\text{Nombre de bénéficiaires d'un plan de l'année N}}{\text{Effectif de l'entreprise pour l'année N}}$

2.2. NOMBRE DE PLANS DE REMUNERATION EN ACTIONS ET VOLUME DES ATTRIBUTIONS

Les sociétés du CAC40 ont attribué 800 plans de rémunération en actions sur la période 2001-2011 : 548 plans de stock-options et 252 plans d'actions gratuites (cf. Figure 3).

Figure 3 : Les plans de rémunération en actions mis en place par les entreprises du CAC40 entre 2001 et 2011



Sur la période 2001-2004, 221 plans de stock-options ont été mis en place alors que sur la période 2005-2011, 327 plans de stock-options et 252 plans d'actions gratuites ont été introduits.

A partir de ces informations, il est possible de comparer le nombre moyen annuel de plans attribués sur la période 2001-2011. Avant 2005, le nombre moyen de plans de stock-options mis en place est égal à 55,25 tandis qu'après 2005, le nombre moyen de plans de rémunération en actions (stock-options et actions gratuites) s'élève à 82,71. Le nombre de plans de rémunération en actions est ainsi significativement plus élevé après 2005 qu'avant ($t=-4,297^{**}$)³. Par ailleurs, l'introduction des actions gratuites n'a pas entraîné une baisse significative du nombre moyen de plans de stock-options après 2005 par rapport à avant et le nombre moyen de plan d'actions gratuites n'est pas significativement différent de celui du nombre moyen de plans de stock-options après 2005 (cf. Tableau 1).

Tableau 1 : Nombre moyen de plans de rémunération en actions

Type de plans	Nombre moyen de plans	Comparaison SO avant / après 2005	Comparaison SO/AG
SO avant 2005	55,25	t = 1,662	
SO après 2005	46,71		t = 1,459
AG	36		

Ainsi, les attributions d'actions gratuites sont en progression constante depuis l'introduction de ce mécanisme en 2005 mais, en même temps, les attributions de stock-options se maintiennent à un niveau élevé même si l'année 2009 marque un tournant dans la mesure où le nombre de plans d'actions gratuites devient supérieur au nombre de plans de stock-options. En 2011, le changement de fiscalité des deux régimes a favorisé le recours aux actions gratuites plutôt qu'aux stock-options.

Au regard de ces premiers chiffres, il ressort que l'introduction du régime des actions gratuites n'a pas entraîné la disparition des stock-options, même si celles-ci sont en léger recul en termes de nombre de plans. Le rythme des attributions de stock-options reste cependant élevé avec plus d'un plan par an en moyenne par entreprise. Ainsi, les plans d'actions gratuites se développent en venant s'ajouter aux plans de stock-options déjà ancrés dans les pratiques des entreprises.

Des données relatives au volume des attributions viennent compléter ces chiffres. Les 800 plans attribués entre 2001 et 2011 ont représenté en moyenne 0,36% du capital des entreprises du CAC40. Les résultats font ressortir une baisse du pourcentage de capital consacré aux plans de stock-options avant 2005 (0,5831% du capital) puis aux plans de rémunération en actions (stock-options et actions gratuites) après 2005 (0,2682% du capital). Cette différence

³ Dans cet article : *** p < 0,1 % ; ** p < 1 % ; * p < 5 % ; pas d'étoile = non significatif.

est statistiquement significative ($t = 6,351$ ***). L'entrée en vigueur des normes IFRS a conduit les entreprises à limiter la proportion du capital consacrée à ces plans en dépit de la possibilité d'avoir recours au nouveau mécanisme des actions gratuites. Les entreprises ont donc profité des deux mécanismes tout en contrôlant leurs conséquences financières. Le tableau 2 complète ces données en soulignant que la proportion du capital consacrée aux plans de stock-options a diminué mais est, en même temps, significativement plus élevée que celle consacrée aux plans d'actions gratuites après 2005 (cf. Tableau 2).

Tableau 2 : Proportion du capital consacrée aux plans de rémunération en actions

Type de plans	Moyenne	Comparaison SO avant / après 2005	Comparaison SO/AG
SO avant 2005	0,5831	$t = 3,937$ ***	$t = 8,273$ ***
SO après 2005	0,3727		
AG	0,2683		

Ces données relatives au nombre et au volume des attributions montrent que les stock-options et les actions gratuites sont complémentaires et vont maintenant être complétées pour faire ressortir les logiques d'attribution.

2.3. LES BENEFICIAIRES DE LA REMUNERATION EN ACTIONS

Les plans de rémunération en actions ont, dans leur ensemble, concerné en moyenne 3,93% des effectifs des entreprises du CAC40 sur la période 2001-2011. Les résultats montrent une légère baisse de la proportion de bénéficiaires de stock-options (de 3,3% des effectifs avant 2005 à 1,89% après 2005) sans que cette différence soit statistiquement significative (cf. Tableau 3). En revanche, après 2005, il ressort que les actions gratuites sont distribuées à une proportion significativement plus élevée des effectifs comparativement aux stock-options (7,33% contre 1,89%). En valeurs brutes, les plans de stock-options ont bénéficié en moyenne à 2036 personnes entre 2001 et 2004 et à 1230 personnes entre 2005 et 2011 contre 5967 personnes pour les plans d'actions gratuites. Ainsi, il apparaît que le périmètre des bénéficiaires d'actions gratuites est plus large que celui des stock-options.

Tableau 3 : Proportion de bénéficiaires des plans de rémunération en actions

Type de plans	Moyenne	Ecart-type	N	Comparaison SO avant / après 2005	Comparaison SO/AG
SO avant 2005	3,3029	11,1313	210	$t = 1,673$	$t = -4,137$ ***
SO après 2005	1,8861	6,3490	317		
AG	7,3294	19,2088	230		

Dans le cas des dirigeants mandataires sociaux, les données recueillies permettent de constater que ceux-ci ne sont pas bénéficiaires de l'ensemble des plans mis en œuvre et que le nombre

de plans dont ils sont attributaires varie selon la période et selon le type de plan (cf. Tableaux 4 et 5).

Tableau 4 : Proportion du capital attribuée aux dirigeants

Type de plans	Moyenne	Ecart-type	N	Comparaison SO avant / après 2005	Comparaison SO/AG
SO avant 2005	0,0712	0,0773	121	t = 3,141 **	t = 8,896 ***
SO après 2005	0,0457	0,0507	160		
AG	0,0087	0,1010	80		

La comparaison des résultats pour les stock-options attribuées avant et après 2005 montre une baisse significative de la proportion de capital attribuée aux dirigeants (cf. Tableau 4). Après 2005, l'écart entre stock-options et actions gratuites est beaucoup plus net : alors que les dirigeants ont reçu en moyenne 0,0457% du capital au titre des plans de stock-options après 2005, cette proportion est égale à 0,0087% pour les actions gratuites. Ainsi, même si les dirigeants reçoivent moins de stock-options en termes de proportion du capital après 2005, cet outil reste privilégié dans la mesure où les dirigeants reçoivent davantage de stock-options que d'actions gratuites.

Tableau 5 : Proportion du capital attribuée aux mandataires sociaux (hors principal dirigeant de l'entreprise)

Type de plans	Moyenne	Ecart-type	N	Comparaison SO avant / après 2005	Comparaison SO/AG
SO avant 2005	0,1179	0,1301	136	t = 3,3 **	t = 9,6 ***
SO après 2005	0,0763	0,0781	174		
AG	0,0154	0,0222	96		

La proportion de capital attribuée aux mandataires sociaux (hors principal dirigeant) au titre des stock-options baisse significativement après 2005 par rapport à avant 2005 (cf. Tableau 5). La comparaison des attributions d'actions gratuites et de stock-options après 2005 montre que les mandataires sociaux reçoivent significativement plus de stock-options que d'actions gratuites : ils reçoivent en moyenne 0,0763% du capital au titre des plans de stock-options contre 0,0154% du capital au titre des plans d'actions gratuites. Cette différence est significative et montre que les mandataires sociaux, comme le principal dirigeant de l'entreprise, bénéficient de plus de stock-options que d'actions gratuites.

3. STOCK-OPTIONS ET ACTIONS GRATUITES : DEUX MECANISMES COMPLEMENTAIRES AUX LOGIQUES D'ATTRIBUTION DIFFERENTES

Cette recherche montre que, sur la période 2005-2011, les stock-options et les actions gratuites sont deux mécanismes complémentaires plutôt que substituables sur le périmètre des entreprises du CAC40. L'intérêt intrinsèque des actions gratuites ainsi que les pressions isomorphiques expliquent leur diffusion, celle-ci n'ayant pas conduit à une disparition des stock-options mais au contraire à la coexistence des deux mécanismes de rémunération en actions. Les deux types de plans représentent un mode de rémunération financièrement avantageux pour les bénéficiaires comme pour les entreprises, en particulier par rapport aux éléments salariaux et ce en dépit de l'augmentation de leur fiscalité. De plus, dans le cadre français, l'introduction des actions gratuites permet de combler un manque en matière d'outils de rémunération à moyen terme. Les deux outils permettent d'intéresser les bénéficiaires à la performance boursière de l'entreprise : performance à moyen terme pour les actions gratuites avec un horizon temporel de quatre ans ; performance à plus long terme pour les stock-options (91% des plans de notre échantillon durent 7, 8 ou 10 ans). Les actions gratuites viennent ainsi compléter l'éventail des possibilités en matière de rémunération.

Ce développement complémentaire s'explique également par le fait que les deux mécanismes, même s'ils sont tous les deux basés sur la performance boursière, permettent de récompenser la performance de manière différente. Pour les stock-options, la rémunération dépend de la performance boursière qui est en partie influencée par des facteurs exogènes sur lesquels les bénéficiaires, y compris les principaux dirigeants de l'entreprise, n'ont pas ou peu d'emprise. En cas de forte baisse des cours boursiers, les plans de stock-options peuvent, se retrouver « sous l'eau » (cours de bourse inférieur au prix d'exercice). Cette situation rend difficile l'atteinte des objectifs tant RH que financiers et pousse les entreprises à chercher des modes de récompense des performances alternatifs. Avec les actions gratuites, la rémunération dépend également des variations du cours de bourse mais intègre, en même temps, d'autres critères de performance.

Cette recherche met également en évidence des logiques d'attribution différentes pour les deux mécanismes de rémunération en actions. Si les attributions de stock-options représentent une proportion du capital plus importante que les attributions d'actions gratuites, elles bénéficient par contre à une proportion plus réduite de bénéficiaires. En termes d'effectifs, les attributions de stock-options sont donc plus sélectives que celles d'actions gratuites ce qui

signifie qu'un bénéficiaire de stock-options reçoit en moyenne plus de titres qu'un bénéficiaire d'actions gratuites. Par ailleurs, les mandataires sociaux bénéficient davantage de stock-options que d'actions gratuites tant en nombre de plans qu'en proportion du capital. Différents éléments permettent d'éclairer ces résultats.

Tout d'abord, selon les objectifs recherchés par l'entreprise, les deux mécanismes présentent des intérêts distincts. Ainsi, si les entreprises cherchent avant tout à renforcer la solidarité entre bénéficiaires de la rémunération en actions et actionnaires, les stock-options seront privilégiées car, contrairement aux actions gratuites, en cas de baisse du cours de bourse, leurs détenteurs peuvent ne bénéficier d'aucun revenu supplémentaire. En revanche, si l'objectif est de permettre aux bénéficiaires de disposer d'un revenu supplémentaire et d'encourager l'actionnariat salarié, le mécanisme des actions gratuites apparaît plus adapté car le fait de n'avoir aucun versement à effectuer pour devenir propriétaire des actions est de nature à favoriser l'actionnariat salarié. Du fait des perspectives de gains, le mécanisme des actions gratuites est plus attractif pour les bénéficiaires. En effet, ceux-ci ont la certitude de bénéficier d'un avantage financier (sous réserve de remplir les conditions de performance) alors qu'avec les stock-options, ils supportent l'aléa de la valorisation de l'entreprise et les fluctuations boursières. Les bénéficiaires de rémunérations en actions possèdent généralement des portefeuilles peu diversifiés et ont une aversion au risque élevée, leur arbitrage se fera donc en faveur d'une rémunération plus certaine. Ces avantages associés aux actions gratuites comparativement aux stock-options sont également plus faciles à comprendre pour les bénéficiaires dans la mesure où le fonctionnement du mécanisme des actions gratuites est plus simple à expliquer et donc à maîtriser pour le personnel que celui des stock-options. Cette simplicité contribue aussi à expliquer que les actions gratuites soient privilégiées pour un périmètre plus large de bénéficiaires par rapport aux POA.

Ensuite, les résultats font ressortir que les stock-options sont privilégiées par rapport aux actions gratuites dans le cas des dirigeants ce qui s'explique avant tout par l'effet incitatif supérieur du premier mécanisme. De plus, à budget égal, le nombre de stock-options accordé est supérieur au nombre d'actions gratuites et, en cas de hausse du cours, le gain sera d'autant plus important. Néanmoins, la fixation d'un prix d'exercice égal au cours de bourse limite l'effet incitatif des stock-options. Pour les actions gratuites, le prix d'exercice étant nul, l'incitation à la performance est absente. Pour favoriser la mobilisation des bénéficiaires, la définition de critères de performance est nécessaire (Ginglinger, 2005). Si l'objectif est plutôt de récompenser la performance du dirigeant sur son périmètre de responsabilité, les critères d'acquisition des actions gratuites permettront de souligner les objectifs à atteindre sur le

périmètre en question alors que l'évolution du cours assurera un lien indirect avec la performance globale de l'entreprise. Ainsi, en fonction des conditions de performance, les stock-options seront plus incitatives ou tout aussi incitatives que les actions gratuites. Quel que soit l'instrument retenu, l'efficacité d'un contrat de rémunération dépend largement de ses caractéristiques. En particulier, pour les dirigeants, il paraît indispensable de définir un prix d'exercice cible ou un prix d'exercice indexé pour les stock-options et des conditions de performances pour les actions gratuites afin de neutraliser l'évolution du marché dans son ensemble et d'éviter de rémunérer les dirigeants pour la chance qu'ils ont de se trouver à leur place dans une période de marché haussier (Ginglinger, 2005). Le recul de la proportion de bénéficiaires de stock-options et le fait que les dirigeants soient d'abord bénéficiaires de stock-options rejoint par ailleurs les recommandations en faveur d'une limitation des attributions de stock-options aux personnes qui peuvent réellement agir sur le cours de bourse de l'entreprise (Hall et Murphy, 2003).

CONCLUSION

La recherche menée se centre sur les pratiques de rémunération en actions en étudiant leur évolution sur la période 2001-2011, marquée par l'introduction du dispositif des actions gratuites en droit français. Par rapport à la problématique générale de la recherche, les résultats obtenus sur l'échantillon des entreprises du CAC40 permettent de conclure que les actions gratuites et les stock-options sont complémentaires plutôt que substituables et que les entreprises ont adopté les premières sans abandonner les secondes mais en limitant le périmètre. Les entreprises disposent ainsi d'outils de rémunération entre lesquels choisir en fonction des objectifs à atteindre, des effets incitatifs recherchés et du périmètre des bénéficiaires souhaité.

L'étude menée reste à ce stade exploratoire et présente naturellement des limites qui permettent d'envisager différentes pistes de recherches futures. Tout d'abord, au-delà de l'étude des plans, les données recueillies pourraient servir de base à une analyse des pratiques de rémunération en actions au niveau des entreprises. Ensuite, une enquête complémentaire auprès des entreprises de l'échantillon pourrait être conduite pour obtenir des informations sur la sélectivité qualitative des plans (catégories hiérarchiques, nombre de personnes bénéficiaires des deux types de plans...). Néanmoins, une enquête de ce type risque d'être difficile à réaliser dans la mesure où les entreprises françaises se contentent généralement de communiquer les informations obligatoires, le thème de la rémunération restant encore

entouré d'un certain secret. Par ailleurs, afin d'augmenter la validité externe de cette recherche, l'étude pourrait être étendue à un échantillon plus large. Enfin, le cas de la rémunération en actions des dirigeants mériterait d'être approfondi tout comme l'étude des conditions de performance associées aux plans d'actions gratuites.

Après quelques années d'existence, les actions gratuites n'ont finalement pas entraîné la disparition des stock-options qui restent un outil incitatif adapté, en particulier, aux principaux dirigeants de l'entreprise. Néanmoins, considérées par certains comme le symbole d'un capitalisme actionnarial immoral et indécent et objet de critiques récurrentes, les stock-options pourraient progressivement être délaissées au profit des actions gratuites moins décriées, et ce en dépit de l'intérêt intrinsèque du mécanisme des stock-options.

BIBLIOGRAPHIE

Aboody D. et Kasznik R. (2008), « Executive stock-based compensation and firms' cash payout: the role of shareholders' tax-related payout preferences », *Review of Accounting Studies*, vol.13, n°2-3, p.216-51.

Carter M.E., Lynch L.J. et Tuna I. (2007), « The role of accounting in the design of CEO equity compensation », *The Accounting review*, vol.82, n°2, p.327-357.

Charreaux G. (1997), « Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises*, Economica, Paris, p.17-54.

Clément P. (2003), *Rapport d'information sur la réforme du droit des sociétés*, n° 1270, Assemblée Nationale.

Desbrières P. (1991), *Participation financière, stock options et rachat d'entreprise par les salariés*, Economica, Paris.

Desbrières P. (1999), « Motifs et conséquences de l'adoption des stock-options », *Banque & Marchés*, n°43, p.5-17.

DiMaggio P.J. et Powell W.W. (1983), « The iron-cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational field », *American Sociological Review*, vol.48, n°2, p.147-160.

Ginglinger E. (2005), « Stock-options ou actions gratuites : quels effets incitatifs pour les dirigeants », *Option Finance*, Hors Série n°8, p.13-18.

Hall B.J. et Murphy K.J. (2003), « The trouble with stock options », *Journal of Economic Perspectives*, vol.17, n°3, p.49-71.

- Hamouda M. (2010), « Le bilan des stock-options en France de 1997 à 2003 », *Management & Avenir*, n°35, p.149-167.
- Huddart S. et Lang M. (1996), « Employee stock options exercises: an empirical analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol.21, n°1, p.5-43.
- Irving J.H., Landsman W.R. et Lindsey B.P. (2011), « The valuation differences between stock option and restricted stock grants for U.S. firms », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.38, n°3/4, p.395-412.
- Jensen M.C. et Meckling K.J. (1976), « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, p.225-264.
- Poulain-Rehm T. (2000), *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.
- Saint-Onge S., Magnan M., Thorne L. et Raymond S. (2001), « The effectiveness of stock options plans: a field investigation of senior executives », *Journal of Management Inquiry*, vol.10, n°3, p.250-266.